

Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение
высшего образования
«Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»

На правах рукописи

Попова Елизавета Дмитриевна

МЕТОДЫ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ
КОМПАНИЙ ФИНАНСОВОГО СЕКТОРА
В УСЛОВИЯХ ЦИФРОВОЙ
ТРАНСФОРМАЦИИ

5.2.4. Финансы

ДИССЕРТАЦИЯ
на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель:

Косорукова Ирина Вячеславовна,
доктор экономических наук, профессор

Москва – 2025

Оглавление

Введение.....	4
Глава 1 Финансовые компании как объекты стоимостной оценки в условиях цифровой трансформации.....	14
1.1 Цифровизация финансового сектора: сущность, стратегии, тенденции...	14
1.2 Анализ специфики компаний финансового сектора как объектов стоимостной оценки и их характеристик в условиях цифровизации.....	28
1.3 Условия и факторы роста стоимости финансовых организаций в современных реалиях.....	42
Глава 2 Совершенствование методов оценки стоимости компаний финансового сектора в условиях цифровой трансформации.....	59
2.1 Разработка балльной методики выбора методов оценки стоимости бизнеса для компаний финансового сектора в условиях цифровизации.....	59
2.2 Совершенствование методов доходного подхода для оценки стоимости организаций финансового сектора в условиях цифровой трансформации.....	72
2.3 Совершенствование методов сравнительного и затратного подходов оценки стоимости организаций финансового сектора в условиях цифровой трансформации.....	88
Глава 3 Практические аспекты применения предложенных методов оценки стоимости компаний финансового сектора Российской Федерации.....	98
3.1 Разработка и апробация комплексной методики оценки стоимости компаний финансового сектора в условиях цифровой трансформации	98
3.2 Научно-практические рекомендации по применению современных методов оценки стоимости кредитных организаций в условиях их цифровой трансформации.....	130
Заключение.....	142
Список литературы.....	147
Приложение А История цифровизации финансового сектора.....	173

Приложение Б Описание цифровизации финансового сектора на примере отдельных стран	175
Приложение В Анализ типов компаний финансового сектора и их потенциальная возможность являться объектами оценки.....	181
Приложение Г Структура доходов крупнейших банков и страховых компаний Российской Федерации.....	184
Приложение Д Общие факторы роста стоимости компании.....	187
Приложение Е Факторы роста стоимости кредитной организаций.....	188
Приложение Ж Итоги эконометрических моделей.....	190
Приложение И Система определения применимости и приоритетности в выборе методов оценки компаний финансового сектора в условиях цифровизации	192
Приложение К Краткая характеристика цифровых стратегий компаний-аналогов и объекта оценки.....	194
Приложение Л Расчет стоимости акционерного капитала ПАО Сбербанк.....	197
Приложение М Расчет стоимости 100% доли участия в уставном капитале ООО «Сбербанк Страхование».....	198

Введение

Актуальность темы исследования. Экономическое пространство постоянно модифицируется, подстраиваясь под современные реалии, тенденции глобализации и цифровизации. Наибольшего распространения цифровая трансформация достигла в финансовом секторе экономики. Одной из задач стоимостной оценки может являться определение стоимости компаний для целей понимания эффективности: стоимость компании аккумулирует в себе все финансовые результаты деятельности за несколько последних лет, учитывает риски, нивелирует влияние случайных факторов, то есть имеется реальная возможность отследить изменение эффективности деятельности компании. Максимизация стоимости бизнеса как основная цель управления финансами компании в условиях цифровизации модифицируется с учетом трансформирующегося инструментария оценки и управления финансами. При этом финансовый сектор экономики является уникальным, поскольку аккумулирует и управляет средствами клиентов, то есть и населения, следовательно, существенно влияет на благосостояние населения. Проблемы или банкротство одного финансового института могут привести к значительной финансовой нестабильности всей страны. Указ Президента Российской Федерации от 28.02.2024 № 145 «О Стратегии научно-технологического развития Российской Федерации» определяет в качестве цели научно-технологического развития обеспечение независимости и конкурентоспособности государства, достижение национальных целей развития и реализации стратегических национальных приоритетов [1]. При этом согласно Указу Президента Российской Федерации от 07.05.2024 № 309 «О национальных целях развития Российской Федерации на период до 2030 г. и на перспективу до 2036 г.» в состав национальных целей развития Российской Федерации на указанный период входят «обеспечение устойчивой и динамичной экономики, повышение благополучия людей, цифровая трансформация экономики», что указывает

на то, что исследование решает актуальные народно-хозяйственные задачи. Таким образом, актуальной научной и практической задачей является исследование новых инструментов, факторов и особенностей определения стоимости компаний финансового сектора в условиях цифровизации, требующее учета влияния новых экономических факторов на методы стоимостной оценки.

Степень разработанности темы исследования. Оценка стоимости компаний финансового сектора является комплексным направлением исследования, которое базируется на нескольких предметных областях.

Проблемы стоимостной оценки компаний и бизнеса в отечественной экономической литературе рассматриваются авторами: М.А. Федотовой, О.В. Лосевой, Т.В. Тазихиной [3], В.Н. Жигаловом [4], А.Г. Грязновой [5], И.В. Косоруковой [25], Т.Г. Касьяненко [6; 7], В.М. Рутгайзером [8], Д.М. Хлопцовым [9]; в зарубежной литературе – А. Дамодараном [10], Т. Коуплендом, Т. Коллером, Дж. Муррино [11], Н. Антиллом [12], Ш. Праттом [13], Г. Тругманом [14], В. Шарпом [15; 16], Ф. Блэком [17], Д. Хитчнером [18].

Теоретический фундамент исследования особенностей цифровой трансформации финансового сектора составляют работы зарубежных и российских экономистов: С.Ю. Перцевой [19], С. Главиной [20], М.А. Горбченко [21], К.Т. Самедова [22], Э.С. Алпатовой [23], О.В. Вагановой [24], Т. Коупленда, Т. Коллера, Дж. Муррина [11].

Общие факторы роста стоимости компаний рассмотрены в работах Т. Коупленда, Т. Коллера, Дж. Муррина [11], М.А. Федотовой, О.В. Лосевой, Т.В. Тазихиной [1], И.В. Косоруковой, С.А. Секачевым, М.А. Шуклиной [25], И. В. Чугуновой [26], Я.С. Вероновской, А.А. Малюченко [27], Ю.В. Волковой [28].

Факторы роста стоимости компаний финансового сектора, и, в частности, кредитных и страховых организаций, рассмотрены в работах А.А. Филипповой [29], Т.Н. Мозгалевой [30], Г.П. Головиной [31],

А.Е. Будицкого [32], В.Б. Фроловой [33], А.Б. Братова [34],
А.М. Карминского [35], Ж. Дермина [36], С.Ю. Богатырева,
С.С. Добрынина [37], А.Л. Рожковского [40], А.А. Помулева [41].

Вместе с тем, несмотря на значительное количество исследований, проведенных по вопросам стоимостной оценки компаний финансового сектора, общепризнанная концепция учета окруров стоимости, появившихся при их цифровизации, а также новых рисков не выработана. При этом вклад цифровой составляющей в стоимость бизнеса может быть достаточно высок, поскольку формирует конкурентные преимущества компании.

Таким образом, формирование рекомендаций совершенствования методов оценки стоимости финансовых компаний в условиях цифровизации остается актуальной задачей в современных экономических условиях.

Целью исследования является теоретико-методическое обоснование трансформации методов оценки стоимости компаний финансового сектора в условиях цифровизации, позволяющих учитывать основные особенности и факторы стоимости указанных компаний, а также разработка научно-практических рекомендаций формирования стоимости компаний финансового сектора в современных экономических условиях.

Для достижения вышеуказанной цели поставлены и решены следующие **задачи:**

- 1) выявить специфику компаний финансового сектора как объектов стоимостной оценки;
- 2) определить основные факторы, влияющие на стоимость компаний финансового сектора в условиях цифровой трансформации;
- 3) разработать методику оценки стоимости компаний финансового сектора на основе использования балльной системы применения методов оценки их стоимости;
- 4) предложить основные направления совершенствования методов оценки стоимости российских компаний финансового сектора в условиях цифровой трансформации;

5) разработать научно-практические рекомендации по применению современных методов оценки стоимости компаний финансового сектора в условиях цифровой трансформации.

Объектом исследования является стоимость компаний финансового сектора в условиях их цифровой трансформации.

Предметом исследования являются финансово-экономические отношения в сфере оценки стоимости компаний финансового сектора в условиях их цифровой трансформации.

Область исследования соответствует п. 16. «Оценочная деятельность. Оценка стоимости предприятия (бизнеса), активов и прав» Паспорта научной специальности 5.2.4. Финансы (экономические науки).

Методология и методы исследования. Методологической основой исследования стали ключевые положения теории корпоративных финансов и оценки стоимости бизнеса, а также труды российских и зарубежных ученых, посвященные проблемам цифровизации бизнеса, в том числе компаний финансового сектора, и их влияния на стоимость бизнеса.

Для проведения исследования используются различные методы системного анализа, такие как: классификация, логический и сравнительный анализ, синтез, моделирование и обобщение. При разработке моделей применялись методы эконометрического моделирования, статистики. Для выполнения расчетов и визуализации результатов исследования использовался программный пакет MSOffice.

Информационной базой исследования являются нормативно-правовые акты Российской Федерации в области оценочной деятельности, Международные стандарты оценки, справочная правовая система «Консультант-Плюс», материалы периодических изданий, результаты российских и зарубежных научных и методических публикаций и исследований, а также данные публичной отчетности зарубежных и российских компаний, осуществляющих свою деятельность в финансовом секторе.

Научная новизна исследования состоит в развитии теоретико-методических положений оценки стоимости компаний финансового сектора в части выявления специфики данных компаний как объектов стоимостной оценки, ключевых факторов, влияющих на стоимость, в том числе обусловленных цифровизацией, а также разработке научно-практических рекомендаций по совершенствованию методов оценки стоимости компаний финансового сектора в условиях их цифровой трансформации.

Положения, выносимые на защиту

1) выявлена специфика компаний финансового сектора посредством их идентификации в качестве объектов стоимостной оценки при одновременном соблюдении требований российского законодательства в области оценочной деятельности и законодательства о создании компаний финансового сектора экономики применительно к различным организационно-правовым формам их функционирования; в результате впервые конкретизирован перечень компаний финансового сектора, в отношении которых могут применяться методы оценки стоимости бизнеса (С. 28-31; 181-183);

2) определены факторы, влияющие на стоимость компаний финансового сектора и предложена их классификация с делением на три группы: а) факторы стоимости, присущие любым коммерческим организациям; б) факторы стоимости, присущие только компаниям финансового сектора в современных экономических условиях, в частности, дополнены факторы для кредитных организаций – динамика ключевой ставки Банка России, залоговое обеспечение, Индекс МОЕХ, динамика ВВП; для страховых организаций – размер кредитного портфеля банковского сектора Российской Федерации; в) факторы стоимости, присущие компаниям финансового сектора в условиях цифровой трансформации, в частности, дополнены факторы – риск кибербезопасности, риск прекращения способности цифрового актива приносить доходы, степень реализации

стратегии цифрового развития, уровень цифровой культуры, риски, связанные с выбором подхода к цифровизации бизнеса; выявленные факторы лежат в основе модификации методов оценки стоимости компаний финансового сектора в рамках доходного и сравнительного подходов (С. 42-58);

3) предложена авторская методика выбора подходов и методов оценки стоимости компаний финансового сектора в условиях цифровизации, включающая следующие этапы: первый этап – анализ применимости подходов и методов оценки стоимости к компаниям финансового сектора в условиях цифровизации, второй этап – определение приоритетности выбора методов оценки для определения стоимости компаний финансового сектора в условиях цифровизации на основе балльной системы оценки, третий этап – определение иерархии применимости методов оценки в зависимости от цели оценки (С. 59-72; 192-193);

4) обоснованы трансформация традиционных методов доходного и сравнительного подходов к оценке стоимости компаний финансового сектора с учетом выявленных особенностей в условиях цифровизации, применение «неклассических» методов оценки их стоимости – метода Ж. Дермина и регрессионного анализа; в рамках доходного подхода разработаны модель прогнозирования величины кредитного портфеля с целью прогнозирования доходов кредитной организации и модель прогнозирования размера премий страхового рынка Российской Федерации с целью прогнозирования доходов страховой компании, методика определения специфического риска компаний финансового сектора для определения ставки дисконтирования, возникающего ввиду цифровой трансформации по направлениям: кибербезопасность, наличие и качество стратегии цифрового развития, цифровая доступность, цифровая культура, выбор подхода к цифровизации; в рамках сравнительного подхода – предложена трансформация метода рынка капитала в части применения разработанного оценочного мультипликатора, величина которого формируется с использованием взвешивания по факторам цифрового развития, указанным

ранее. Представленные разработки повышают точность результатов оценки стоимости компаний финансового сектора в условиях цифровизации (С. 72-97);

5) разработан комплекс научно-практических рекомендаций по оценке стоимости компаний финансового сектора в условиях цифровой трансформации, включающий рекомендации: а) по применению авторской методики оценки стоимости компаний финансового сектора в условиях цифровой трансформации, б) по анализу направлений исследования информации о цифровых факторах роста стоимости, которые необходимо использовать при отборе аналогов в рамках сравнительного подхода; в) по учету сформулированных направлений совершенствования финансово-стоимостного анализа в рамках доходного подхода (С. 130-141).

Теоретическая значимость работы состоит в развитии теории стоимостной оценки бизнеса российских компаний финансового сектора в условиях цифровизации. Выводы исследования расширили теорию оценочной деятельности в части учета процесса цифровизации и возникающих в связи с этим факторов стоимости в методах доходного и сравнительного подходов.

Практическая значимость работы заключается в разработке а) эконометрической модели прогнозирования кредитного портфеля банковского сектора Российской Федерации в зависимости от изменения ВВП, б) эконометрической модели прогнозирования премий страхового сектора Российской Федерации в зависимости от изменения кредитного портфеля банковского сектора Российской Федерации, в) средневзвешенного по подходам к цифровизации мультипликатора для оценки стоимости компаний финансового сектора в условиях цифровизации, г) методики расчета специфического риска компаний финансового сектора в условиях цифровизации. Самостоятельное практическое значение имеют разработанные научно-практические рекомендации по применению доходного, сравнительного и затратного

подходов к оценке стоимости компаний финансового сектора в условиях цифровизации, которые могут быть использованы в практической деятельности оценщиками, финансовыми консультантами и инвестиционными аналитиками, а также образовательными организациями при преподавании дисциплин, связанных с оценкой стоимости бизнеса.

Степень достоверности, апробация и внедрение результатов исследования. Достоверность полученных результатов подтверждается соответствием выдвинутых в исследовании положений существующим концепциям и федеральным стандартам стоимостной оценки, а также согласованностью с предыдущими научными результатами по данной проблематике. Основные результаты исследования опубликованы, апробированы в установленном порядке, доложены и получили одобрение на научно-практических конференциях различного уровня: на Четырнадцатой Международной научно-практической конференции «Стоимостная оценка в России: новые вызовы и перспективы» (Москва, Финансовый университет, Университет «Синергия», 24 ноября 2022 г.); на XI Международном научном конгрессе «Новый смысл развития предпринимательства: модель опережения, технологии, кадры» (Москва, Финансовый университет, 19-20 мая 2023 г.); на Пятнадцатой Международной научно-практической конференции «Стоимостная оценка в России: новые вызовы и перспективы» (Москва, Финансовый университет, Университет «Синергия», 23 ноября 2023 г.); на XIII Международном научном конгрессе «Пространственное развитие предпринимательства: новые ресурсы, технологии, приоритеты» (Москва, Финансовый университет, 16-17 мая 2025 г.).

Материалы исследования использованы при выполнении научно-исследовательской работы по теме: «Формирование концепции оценки и коммерциализации цифровых интеллектуальных активов» (грантодатель – Российский научный фонд, соглашение о предоставлении гранта победителю конкурса от 22.12.2021 № 22-28-01473) в части

определения направления развития методов оценки стоимости цифровых интеллектуальных активов для целей учета и коммерциализации на основе выявленных особенностей, факторов стоимости и специфических рисков использования указанных активов.

Материалы исследования используются в практической деятельности НАО «Евроэксперт». По материалам исследования внедрены разработанные методика балльной системы выбора приоритетных подходов и методов оценки стоимости компаний финансового сектора и рекомендации по трансформации методов доходного и сравнительного подходов для целей определения стоимости компаний финансового сектора. В частности, в деятельность организации внедрены модель прогнозирования величины кредитного портфеля банка (парная регрессионная модель прогнозирования размера кредитного портфеля банковского сектора Российской Федерации в зависимости от размера ВВП Российской Федерации) с целью прогнозирования доходов кредитной организации, методика определения специфического риска компаний финансового сектора для определения ставки дисконтирования, возникающего ввиду цифровой трансформации по направлениям: кибербезопасность, наличие и качество стратегии цифрового развития, цифровая доступность, цифровая культура, выбор подхода к цифровизации; а также разработанная методика определения итогового средневзвешенного по факторам цифрового развития оценочного мультипликатора. Выводы и основные положения исследования используются в практической работе Департамента оценки и стоимостного консультирования НАО «Евроэксперт». Результаты внедрения: повышение точности результатов оценки стоимости компаний финансового сектора и улучшение качества предоставления основных услуг – проведение оценки.

Материалы исследования используются Кафедрой корпоративных финансов и корпоративного управления Факультета экономики и бизнеса Финансового университета в преподавании учебной дисциплины «Концепции стоимости и особенности ценообразования на современных рынках»

для студентов, обучающихся по направлению подготовки 38.04.01 «Экономика», направленность программы магистратуры «Оценка бизнеса и корпоративные финансы».

Апробация и внедрение результатов исследования подтверждены соответствующими документами.

Публикации. Основные положения исследования отражены в 4 научных работах общим объемом 3,44 п.л. (авторский объем 3,065 п.л.), опубликованных в рецензируемых научных изданиях, определенных ВАК при Минобрнауки России.

Структура и объем диссертации обусловлены целью и задачами исследования. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы, включающего 173 наименования, 11 приложений. Текст диссертации изложен на 198 страницах, содержит 60 таблиц, 19 рисунков, 5 формул.

Глава 1

Финансовые компании как объекты стоимостной оценки в условиях цифровой трансформации

1.1 Цифровизация финансового сектора: сущность, стратегии, тенденции

В исследовании термины «компания», «бизнес», «организация» используются как синонимы. Компания «или коммерческая организация – торговое или промышленное предприятие, имеющее статус юридического лица» [38]. Организации – «юридические лица, образованные в соответствии с законодательством Российской Федерации, международные компании, а также иностранные юридические лица, компании и другие корпоративные образования, обладающие гражданской правоспособностью, созданные в соответствии с законодательством иностранных государств, международные организации, филиалы и представительства указанных иностранных лиц и международных организаций, созданные на территории Российской Федерации» (Налоговый Кодекс Российской Федерации, ст. 11, п. 2) [39].

Цифровизация – тренд, который присущ как мировой экономике в целом, так и ее сферам в отдельности, в том числе финансовой среде. Цифровая трансформация становится обязательным условием конкурентоспособности компаний, что подразумевает изменение их бизнес-процессов.

Согласно официальной позиции Банка России, финтех – это «предоставление финансовых услуг и сервисов с использованием инновационных технологий, таких как «большие данные» (или Big Data), искусственный интеллект и машинное обучение, роботизация, блокчейн, облачные технологии, биометрия и другое». На момент проведения исследования финансовые технологии используются во всех видах

предоставляемых финансовых услуг: кредитование, сбережения, инвестирование, страхование и тому подобное.

В российском законодательстве нет понятия «бизнес», как синоним или аналог используется термин «предпринимательская деятельность». Предпринимательской является самостоятельная, осуществляемая на свой риск деятельность, направленная на систематическое получение прибыли от пользования имуществом, продажи товаров, выполнения работ или оказания услуг (Гражданский Кодекс Российской Федерации, ст. 2) [153].

Цифровая трансформация – понятие, которое появилось относительно недавно, при этом представляет собой категорию динамично развивающуюся. Основные подходы к определению «цифровая трансформация» представлены на рисунке 1.

Всемирный банк (World Bank Group, 2018 г.)	Организация экономического сотрудничества и развития (OECD, 2019 г.)	Международный союз электросвязи (ITU, 2019 г.)	Конференция ООН по торговле и развитию (UNCTAD, 2019 г.)
• «Проявление качественных, революционных изменений, заключающихся не только в отдельных цифровых преобразованиях, но и в принципиальном изменении структуры экономики, в переносе центров создания добавленной стоимости в сфере выстраивания цифровых ресурсов и сквозных цифровых процессов»	• «Использование данных и цифровых технологий для создания новых или изменения существующих видов деятельности; цифровая трансформация – совокупность экономических и социальных эффектов в результате цифровизации»	• «Непрерывный процесс мультимедийного внедрения цифровых технологий, которые коренным образом меняют процессы создания, планирования, проектирования, развертывания и эксплуатации сервисов государственного и частного сектора, делая их персонализированными, безбумажными, безналичными, устраняя требования физического присутствия, на основе консенсуса сторон»	• «Направления радикального влияния цифровых продуктов и услуг на традиционные секторы экономики»

Источник: составлено автором по материалам [43; 44; 45; 46].

Рисунок 1 – Подходы к определению категории «цифровая трансформация»

Проведен сравнительный анализ подходов к определению цифровой трансформации, выделены основные ее элементы:

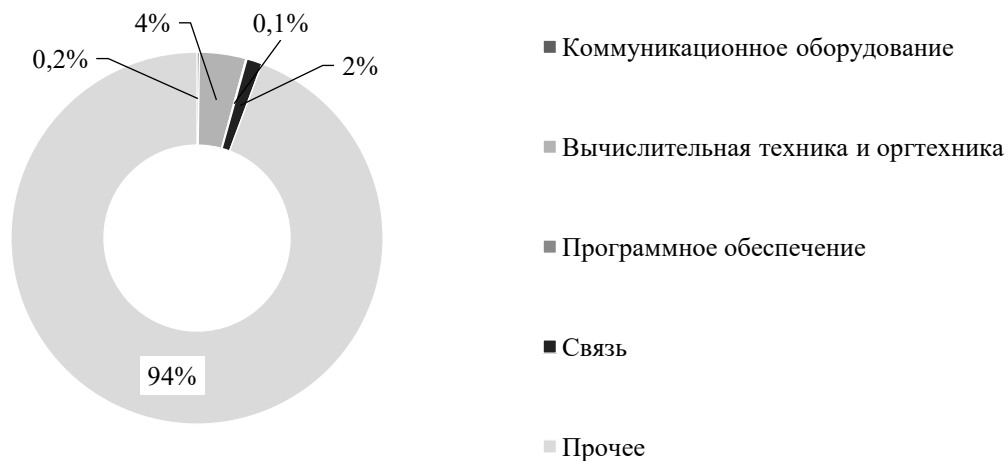
- подразумевает качественные, радикальные изменения в традиционных бизнес-процессах;
- предполагает использование цифровых технологий;
- устраняет требование физического присутствия.

Согласно данным Федеральной службы государственной статистики, финансовая сфера является восьмой отраслью в Российской Федерации по величине, в абсолютном выражении, затрат на внедрение и использование финансовых технологий, в том числе 0,1% – на приобретение программного обеспечения, 4% – на приобретение вычислительной техники и оргтехники, 0,2% – на приобретение коммуникационного оборудования, 1% – на оплату услуг связи, 94% – не раскрывается [47]. Затраты на внедрение и использование цифровых технологий в 2023 г. в разрезе отраслей экономики представлены на рисунке 2. Направления затрат на внедрение и использование цифровых технологий в 2023 г. в финансовой и страховой отраслях представлены на рисунке 3.



Источник: составлено автором по материалам [47].

Рисунок 2 – Затраты на внедрение и использование цифровых технологий в 2023 г. в разрезе отраслей экономики



млрд руб.

Источник: составлено автором по материалам [47].

Рисунок 3 – Направления затрат на внедрение и использование цифровых технологий в 2023 г. в финансовой и страховой отраслях

Проведен анализ различных подходов к классификации этапов цифровизации финансового сектора экономики, который представлен в приложении А, сделаны следующие выводы:

1) цифровая трансформация финансового сектора экономики преимущественно связана с развитием финтех;

2) реальное развитие финтех-направления во всех предлагаемых классификациях начинается после 2008 г., когда мировое сообщество сталкивается с необходимостью решения посткризисных проблем, в частности, для банковского сектора – это предупреждение проблем неплатежеспособности заемщиков;

3) на момент написания исследования финтех-компании больше не являются инфраструктурой рынка, а являются конкурентами для банковских структур, что приводит в том числе к формированию экосистем;

4) основным драйвером развития цифровой составляющей в финансовом секторе после посткризисного периода (2008 г.) является спрос

на онлайн-услуги и продукты в период ограничений, связанных с Covid-19.

Сформирован авторский подход к эволюции цифровой трансформации мирового финансового сектора экономики, который представлен в таблице 1.

Таблица 1 – Эволюция цифровой трансформации финансового сектора экономики

Период	Краткая характеристика
1900-2008 гг.	Развитие интернет-торговли, финтех-проекты как инфраструктура финансового сектора
2008-2019 гг.	Активное развитие и сотрудничество финтех-организаций и финансового сектора, решение посткризисных проблем
2019 г. - настоящее время	Финтех-организации как конкуренты субъектов финансового рынка

Источник: составлено автором по материалам [19; 20; 21; 22; 24; 132; 133].

В работе Я.И. Никонова, А.Г. Ивасенко [48] представлены следующие основные тенденции изменения предоставления традиционных финансовых услуг: увеличение скорости, повышения удобства и качества предоставления услуг за счет дистанционности, развитие экосистем, организация услуг основывается на принципе клиентоцентричности, создание и развитие новых механизмов обмена и анализа данных, повсеместное проникновение финтех, ужесточение государственного регулирования финтех, рост значимости операционных рисков и рисков кибербезопасности.

Согласно работе Н. Ставру [49], существует три основных направления цифровой трансформации финансового сектора:

- 1) использование клиентского опыта – финансовые институты имеют возможность точнее определять клиентские предпочтения за счет анализа таких новых цифровых инструментов как социальные сети;
- 2) изменение бизнес-процессов – преимущественно заключается в возможности совместной работы в новых программных продуктах и возможности удаленной работы, а также появлению новых способов организации работы, не зависящих от географического положения;
- 3) изменение бизнес-моделей – направление, вытекающее из первого пункта, а именно, оцифровка опыта и предпочтений клиента, замена непрямого кредитования новыми прямыми формами привлечения средств.

Основываясь на исследовании К. Куэсты [50], клиенты кредитных организаций требуют, чтобы в банке им предоставлялось все больше цифровых форм предоставления финансовых услуг.

Наиболее популярными цифровыми технологиями, согласно исследованию Г.И. Абдрахмановой [51], являются облачные сервисы, технологии сбора, обработки и анализа больших данных и цифровые платформы. Аналитика применения организациями цифровых технологий в 2020-2023 гг. представлена на рисунке 4. «Цифровой двойник» – виртуальная модель любых объектов, систем, процессов или людей. RFID-технологии – способ автоматической идентификации объектов, в котором посредством радиосигналов считываются или записываются данные, хранящиеся в транспондерах или RFID-метках.



В процентах от общего числа организаций

Источник: составлено автором по материалам [51].

Рисунок 4 – Применение организациями цифровых технологий в 2020-2023 гг.

Описание цифровизации финансового сектора на примере отдельных стран (выбор стран для исследования обусловлен представленной информацией в открытых источниках, а также значением стран в развитии онлайн финансовых продуктов и услуг) представлено в приложении Б.

Кратко основные характеристики и особенности регулирования цифровизации финансового сектора на примере отдельных стран

представлены в таблице 2.

Проанализировав регулирование финтех в разных странах, сделаны следующие выводы:

1) На момент проведения исследования ни в одной стране не сформировано полноценно регулирование финтех-компаний или оказания финансовых услуг и реализации финансовых продуктов с помощью цифровых технологий.

2) Существует несколько вариантов создания/модернизации правового поля для финтех-компаний: разработка принципиально нового законопроекта, разработка набора новых правил в рамках действующего законодательства, ограниченное изменение отдельных действующих норм.

Таблица 2 – Основные характеристики и особенности регулирования цифровизации финансового сектора на примере отдельных стран

Страна	Краткая характеристика
Соединенные Штаты Америки	Низкая долей государственного сектора в финансовой сфере. Неопределенность регулирования в части сопоставления закона на уровне федеральном и на уровне штатов. В целом, регулирование финтех идентично регулированию традиционным финансовым отношениям
Европейский союз	Законодательство не содержит отдельных нормативно-правовых актов, которые бы регулировали отдельно финансовые технологии. Финтех-компания, предоставляющие традиционные финансовые услуги и продукты, обязаны подчиняться законодательству, которое применяется для других не онлайн фирм. Единство регулирования в части сопоставления закона для разных государств
Китайская народная республика	Значительные темпы роста экономики, в том числе за счет цифровизации, при условии построения социалистического государства. Изменения законодательства не соответствуют значительным изменениям в части цифровизации финансового сектора. Двойственность регулирования: поощрение развития и ограниченность участия на мировом рынке
Мексика	Создание отдельного закона, регулирующего компании, использующих финтех. Отсутствуют нормативно-правовые акты, регулирующие отдельные финансовые технологии
Российская Федерация	Не выработан единый подход к регулированию финансовых технологий. Создание регуляторной песочницы для регулирования деятельности финтех компаний. Особые привилегии развития финтех-компаний ввиду ограничений санкциями со стороны недружественных стран, с марта 2022 г.

Источник: составлено автором по материалам [119; 134; 135; 136; 137; 138; 139; 140; 141; 142; 144; 145; 146; 147].

3) Основные выводы из опыта регулирования финтех-организаций зарубежных стран: необходимо согласовать действие законопроектов на федеральном уровне и на уровне субъектов – (штатов, областей,

государств, входящих в союз); финтех-организациям, предоставляющим финансовые услуги может потребоваться получение банковской лицензии; особым опытом регулирования обладает КНР, который предлагает создание собственной, закрытой системы обращения финансовых технологий.

4) В Российской Федерации наиболее вероятным вариантов регулирования финтех-организаций представляется создание регуляторной песочницы – особого правового режима, при котором с финтех-компаний будут сняты определенные законодательные ограничения или требования.

Стратегия цифрового развития. Понятие «стратегия цифрового развития» не закреплено ни в одном нормативно-правовом акте, а также отсутствует в большинстве научных и методических работ. Понятия «цифровая стратегия развития», «цифровая стратегия», «стратегия цифровой трансформации» и тому подобное используются как синонимы.

Американская маркетинговая ассоциация [52] и публицистическое американское издание Financial Times [54] определяют цифровую стратегию развития как «пошаговый план, сформулированный для достижения конкретных целей, продвижения бренда или товаров и услуг, с помощью цифровых технологий, в основном через интернет-каналы».

Согласно информационному сайту BusinessYield [55], цифровая стратегия – «стратегия, которая использует цифровые действия для достижения бизнес-целей».

А. Жигалин, генеральный директор АО «Электронная Москва», определяет стратегию цифровой трансформации как «комплексное понятие, в которое входит исследование текущего состояния компании, постановка целей для развития, также при создании стратегии специалисты изучают отрасль, тренды цифровизации; итог этого исследования – документ с дорожной картой цифровой трансформации и рекомендациями по выбору инструментов, KPI процесса».

Согласно учебному пособию С. Кирюшина [56], цифровая стратегия развития – это «реализация не только трансформационных, но и других

проектов: в «цифре», информатизация, для «цифры», инфраструктура, и на периферии «цифры», образование и подготовка кадров, создание институтов развития».

В работе В.Г. Ларионова, Е.Н. Шереметьевой, Е.П. Баринова, цифровая стратегия определена как «маршрут стратегической переориентации организации, который опирается на понимание текущей ситуации в отрасли экономики и прогнозирование будущего развития» [57].

В информационных материалах Высшей школы экономики digital-стратегия определяется следующим образом: «как с помощью информационных технологий бизнес должен эффективно решать задачи продвижения на рынок для достижения своих целей» [58].

Таким образом, проанализировав различные подходы к определению категории «цифровая стратегия развития», сформировано авторское обобщающее определение: цифровая стратегия развития – это план действий компании по достижению бизнес-целей с помощью применения цифровых технологий.

Выбраны крупнейшие компании финансового сектора Российской Федерации, которые представлены в основном банковскими группами [59], и проанализированы их стратегии цифрового развития.

Краткая характеристика цифровых стратегий развития ПАО Сбербанк, Банк ГПБ (АО), Банк ВТБ (ПАО), АО «Альфа-банк», АО «Россельхозбанк», АО «Почта России», ПАО «Московская биржа» представлена в таблице 3. ПАО «МТС-Банк» не раскрывает подробно собственную стратегию развития в открытых источниках информации.

Таблица 3 – Краткая характеристика цифровых стратегий развития крупнейших банков Российской Федерации

Наименование	Ожидаемые показатели	Применяемые цифровые инструменты
1	2	3
ПАО Сбербанк	Развитие кросс-продаж, рост числа клиентов и оборота транзакций, повышении киберустойчивости ключевых систем	Цифровая платформа, искусственный интеллект, маркетплейсы

Продолжение таблицы 3

1	2	3
ПАО Сбербанк	Развитие кросс-продаж, рост числа клиентов и оборота транзакций, повышении киберустойчивости ключевых систем	Цифровая платформа, искусственный интеллект, маркетплейсы
Банк ГПБ (АО)	н/д	Цифровой рубль, биометрия, блокчейн-платформа
Банк ВТБ (ПАО)	н/д	ИТ-инфраструктура
АО «Альфа-банк»	н/д	Цифровые каналы, технологичные платформ
ПАО «МТС-Банк»	н/д	Цифровая платформа, искусственный интеллект, работа с большими данными
ПАО «Московская биржа»	Ускорение бизнес-процессов, сокращение времени запуска новых продуктов и повышение киберустойчивости ключевых систем	Финансовая, цифровая, платформа
АО «Россельхозбанк»	Полностью отечественное оборудование	Гибкие методики проектного управления, искусственный интеллект, работа с большими данными
АО «Почта России»	Стать логистическим партнером № 1 для участников рынка электронной коммерции, провести цифровую трансформацию бизнеса	Мобильное приложение, облачные технологии, экосистема

Источник: составлено автором по материалам [77; 78; 79; 80; 81; 82; 83; 85].

На основе проведенного анализа стратегических программ цифрового развития крупнейших игроков финансового рынка Российской Федерации сделаны следующие выводы:

1) Все крупнейшие компании на финансовом рынке Российской Федерации предполагают создание собственных экосистем. Экосистема – совокупность участников, взаимодействующих с организацией и прямо или косвенно участвующих в «цепочке ценностей». В то же время экосистему можно назвать торговой площадкой, на которой представлены различные интегрированные продукты. Поскольку клиентская база является одним из основных драйверов роста стоимости банков, то экосистемы выстраиваются, в первую очередь, вокруг клиентов, выходя за рамки предоставления только финансовых услуг. Согласно прогнозам ПАО Сбербанк, к 2025 г. на экосистемы придется около 30% глобальной

выручки организаций и более 40% их общей прибыли. Согласно прогнозам KPMG, к 2030 г. все банки станут для клиентов «невидимыми» и будут осуществлять свою деятельность практически полностью в электронном формате в качестве сервисов внутри экосистем [60]. На момент написания исследования экосистемы в Российской Федерации представлены тремя основными игроками: ООО «Яндекс», АО «ТБанк», ПАО Сбербанк.

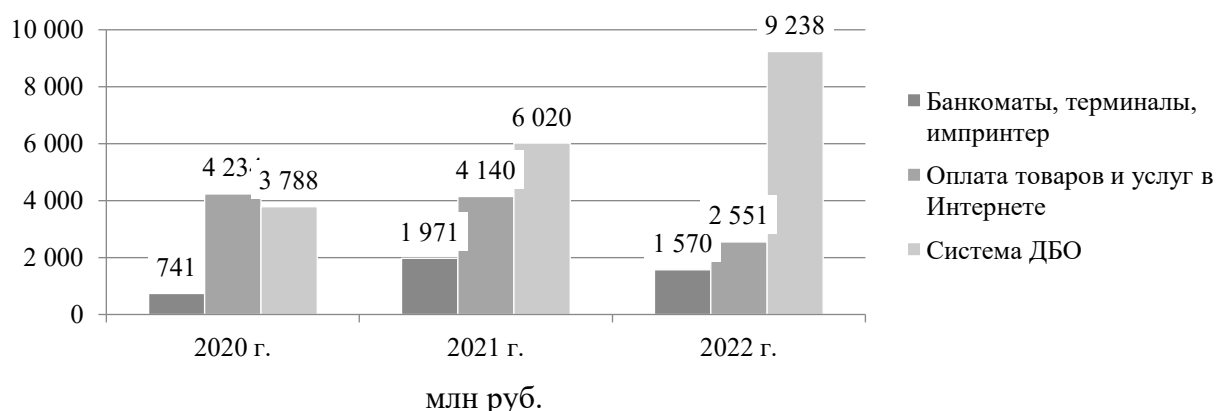
2) Предполагается максимальное увеличение онлайн-платежей. Согласно отчету 360 ResearchReports «OnlinePaymentMarket» – «Рынок онлайн платежей» [84], мировой рынок онлайн-платежей будет расти значительными темпами в 2025-2030 гг., что будет связано со внедрением ориентированных на это стратегий ключевыми игроками рынка – UnionPay, JCB, Visa, AmericanExpress, MasterCard, Alipay – Alibaba, Discover. Ключевыми факторами развития онлайн-платежей являются: развитие мобильных, планшетных и компьютерных приложений. В 2022 г. клиентам доступны следующие основные виды онлайн-платежей: банковские переводы, электронные кошельки, предоплата и постоплата.

3) Предполагается использование элементов цифровой экономики – биометрия, искусственный интеллект, платформы, экосистемы и другое. Согласно годовому отчету АО «Альфа Банк» за 2020 г., благодаря цифровизации сервисов в сегменте крупных частных клиентов, АО «Альфа Банк» привлекло за 2020 г. новых целевых клиентов общим капиталом на сумму 1 млн долл. США [108]. В исследовании представлены наиболее актуальные годовые отчеты, представленные в открытых источниках информации на момент написания исследования, которые отражают данные об эффектах внедрения цифровых решений, измеряемых количественными показателями. В 2020 г. благодаря системе искусственного интеллекта Банк ВТБ (ПАО) смог заработать 1,2 млрд руб. Также в 2020 г. Банк ВТБ (ПАО) первый в Российской Федерации реализовал ипотечную сделку полностью через цифровые каналы, то есть онлайн.

4) Необходимо развитие собственной ИТ-инфраструктуры, в том числе в рамках программы импортозамещения, в условиях ограниченного доступа к иностранному оборудованию.

5) Особое внимание уделяется обеспечению кибербезопасности. Согласно обзору Spesops Software [64], странами, которые столкнулись с самыми масштабными кибератаками за 2006-2020 гг. являются Соединенные Штаты Америки (где зарегистрировано 156 массовых кибератак), Великобритания, Индия, Германия и Южная Корея. Российская Федерация в вышеобозначенном рейтинге находится на 16 месте (8 массовых кибератак). Массовая кибератака – взлом информационных систем государственных органов, оборонных ведомств и крупнейших высокотехнологичных компаний. Согласно прогнозам, к 2025 г. размер ежегодных убытков мировой экономики от массовых киберпреступлений составит до 10,5 трлн долл. США.

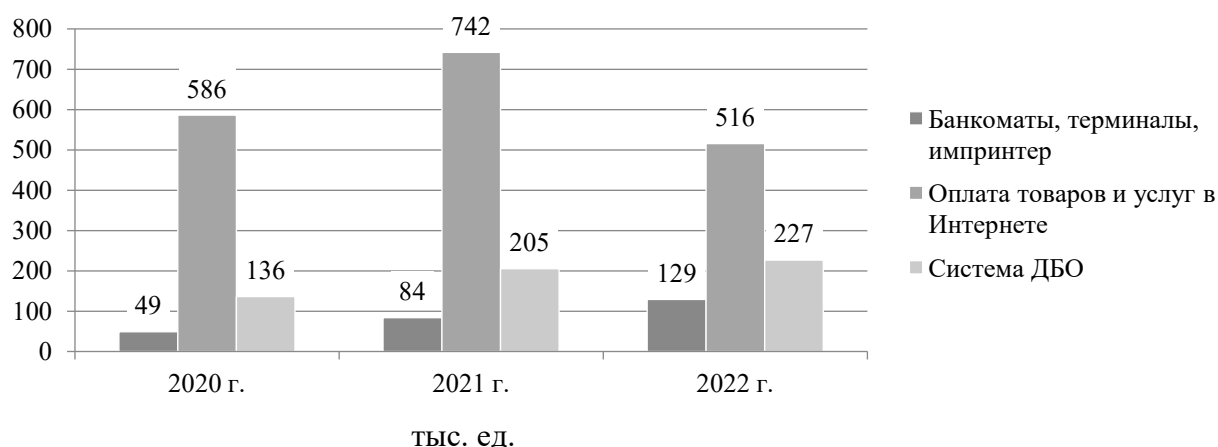
По итогам 2022 г. объем операций, совершенных без согласия клиента, через терминалы, банкоматы, импринтеры сократился по сравнению с 2021 г., но не достиг уровня 2020 г., наибольший объем операций составил канал реализации – «дистанционное банковское обслуживание», объем операций по которому рос в течение 2021-2022 гг. Динамика структуры операций, совершающих без согласия клиентов, физических лиц, по каналам реализации в 2020-2022 гг. представлена на рисунке 5.



Источник: составлено автором по материалам [65].

Рисунок 5 – Динамика структуры операций, совершающих без согласия клиентов (физических лиц) по каналам реализации в 2020-2022 гг.

Количество операций, совершенных без согласия клиента, через терминалы, банкоматы, импринтеры и через системы дистанционного обслуживания увеличивалось в 2021-2022 гг., наибольшее количество операций составил канал реализации – «оплата товаров и услуг в Интернет», количество операций по которому в 2022 г. сократилось, достигнув уровня ниже, чем по итогам 2020 г. Структура операций, совершающих без согласия клиентов (физических лиц) по каналам реализации представлена на рисунке 6.



Источник: составлено автором по материалам [65].

Рисунок 6 – Структура операций, совершающих без согласия клиентов (физических лиц) по каналам реализации

Согласно проведенному анализу, при оплате товаров и услуг в Интернете, совершении операций без физического использования карты, наблюдается наибольшая вероятность возврата средств, которые утеряны в ходе совершений мошеннических действий. Динамика доли возмещенных средств представлена в таблице 4.

Таблица 4 – Динамика доли возмещенных средств

Показатель	В процентах		
	3 квартал 2020 г.	3 квартал 2021 г.	3 квартал 2022 г.
Банкоматы, терминалы, импринтеры	6,2	2,9	3,4
Оплата товаров и услуг в Интернете	20,1	22,9	13,7
Система ДБО физлиц	5,8	1,5	1,0
Система ДБО юрлиц	13,2	0,4	4,6

Источник: составлено автором по материалам [65].

Промежуточные итоги. Сформировано авторское определение «цифровой стратегии развития» – план действий компании по достижению бизнес-целей с помощью применения цифровых технологий.

Определены следующие преимущества стратегий цифрового развития компаний финансового сектора Российской Федерации:

- стратегии цифрового развития еще до начала специальной военной операции Российской Федерации в Украине, когда были введены санкции на поставку ИТ-оборудования, нацеливались на импортозамещение основных программных решений;
- стратегии цифрового развития предполагают наличие количественных характеристик, которые демонстрируют эффективность реализации;
- стратегии цифрового развития направлены как на физических лиц, так и на юридических лиц;
- крупнейшие финансовые компании участвуют в государственных программах развития, или в совместных программах с организациями с государственным участием, что оказывает положительный эффект на общество в целом.

Определены следующие недостатки стратегий цифрового развития компаний финансового сектора Российской Федерации:

- достаточно большая информационная закрытость (в открытых источниках недостаточно информации для клиентов финансовых компаний, что ограничивает данные организации в получении дополнительного финансирования от физических лиц или привлечении новых клиентов);
- все анализируемые компании считают своей зоной развития – кибербезопасность (учитывая, что финансовые организации имеют особо значимую социальную роль, так как работают со средствами населения, существует необходимость в повышенной системе безопасности их программных продуктов);
- компании нацелены на создание крупных программных продуктов

– экосистем, маркетплейсов и тому подобного, однако недостаточное внимание уделяется повышению качества работы уже созданных цифровых инструментов.

1.2 Анализ специфики компаний финансового сектора как объектов стоимостной оценки и их характеристик в условиях цифровизации

Поскольку состав компаний, которые относятся к финансовым институтам достаточно широк (кредитные организации (далее – КО), кредитные союзы, страховые организации, инвестиционные фонды и другие типы финансовых посредников), в работе далее основное внимание уделяется кредитным организациям (банкам и небанковским кредитным организациям) и страховым компаниям как представителям финансового сектора в качестве объектов оценки, поскольку кредитные организации выполняют наиболее широкий спектр услуг финансового посредничества среди компаний финансового сектора, а также кредитные организации и страховые компании представляют наибольшую долю по активам на финансовом рынке Российской Федерации. Таким образом, рассматривается преимущественно задача идентификации компаний финансового сектора как объектов оценки, их специфических черт, а также дополнения данных характеристик новыми, возникающими в связи с цифровой трансформацией бизнеса, в том числе с отдельным выделением кредитных организаций и страховых компаний.

Рассмотрим характеристики по следующей классификации, которая представлена на рисунке 7: а) как объектов оценки в соответствии с требованиями оценочного законодательства; б) как представителей финансовых институтов с учетом требований Банка России; в) как объектов оценки в условиях цифровой трансформации.

Характеристики, присущие организациям финансового рынка как объектам оценки в соответствии с требованиями оценочного

законодательства. Согласно ст. 5 Федерального закона «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» от 29.07.1998 № 135-ФЗ, к объектам оценки относятся «объекты гражданских прав, имеющих возможность оборачиваться на территории Российской Федерации». При этом п. 4 Федерального стандарта оценки «Оценка бизнеса (ФСО № 8)», утвержденного Приказом Минэкономразвития Российской Федерации от 01.06.2015 № 326 «Об утверждении Федерального стандарта оценки «Оценка бизнеса (ФСО № 8)», определяет в качестве объектов оценки бизнеса «акции, паи, доли в уставном складочном капитале».



Источник: составлено автором.

Рисунок 7 – Характеристики кредитных организаций как объектов оценки

Проанализированы организационно-правовые формы различных типов финансовых организаций, следовательно, определена их потенциальная возможность быть объектами оценки в соответствии с ФСО № 8, результаты анализа подробно представлены в приложении В.

Таким образом, проведен анализ идентифицируемости видов компаний финансового сектора в качестве объектов оценки, сделаны выводы:

– могут быть объектами оценки, исходя из своей организационно-правовой формы и возможности являться объектами гражданского оборота: биржа, организатор торгов, клиринговая организация, ломбард, лизинговая организация (если создана в форме хозяйственного общества), управляющая компания инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов, негосударственных пенсионных фондов, специализированный депозитарий инвестиционных фондов, кредитная организация, профессиональный участник рынка ценных бумаг (если юридическое лицо создано в организационно-правовой форме хозяйственного общества), АО «Почта России», небанковские кредитные организации, микрофинансовые организации (если это не фонд и неавтономная некоммерческая организация), страховые организации (если только данная организация создана не в форме государственного или муниципального унитарного предприятия, некоммерческой организации), инвестиционные фонды (если инвестиционный фонд создан в виде акционерного общества), негосударственные пенсионные фонды;

– не могут быть объектами оценки, исходя из своей организационно правовой формы и невозможности являться объектами гражданского оборота: Банк России, почтово-сберегательные учреждения (за исключением АО «Почта России»), микрофинансовые организации (если они созданы в форме фонда или автономной некоммерческой организации), лизинговые организации и профессиональные участники рынка ценных бумаг (если они созданы не в форме хозяйственного общества), страховые организации (если они созданы в форме государственного или муниципального унитарного предприятия, некоммерческой организации), инвестиционные фонды (если они созданы не в форме акционерного общества, а паевого инвестиционного фонда).

Согласно ст. 4 Федерального закона 135-ФЗ «О защите конкуренции», «финансовая организация – хозяйствующий субъект, оказывающий

финансовые услуги (кредитная организация, профессиональный участник рынка ценных бумаг, организатор торговли, клиринговая организация, микрофинансовая организация, кредитный потребительский кооператив, субъект страхового дела, негосударственный пенсионный фонд, управляющая компания инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов, негосударственных пенсионных фондов, специализированный депозитарий инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов, негосударственных пенсионных фондов, ломбард, финансовая организация, поднадзорная Центральному Банку Российской Федерации, лизинговая компания, иная финансовая организация, финансовая организация, не поднадзорная Банку России)» [66].

Исходя из функций, которые, согласно законодательству, имеют право осуществлять различные компании финансового сектора, формируется классификация компаний финансового сектора, где присутствует:

- банковская система, которая представлена кредитными организациями и Банком России. Несмотря на то, что кредитные организации, а особенно банки, наиболее ограничены и контролируются государством (Банком России), им предоставлена возможность, при выполнении определенных условий, осуществлять наибольшее количество операций, в том числе отличия заключаются в размерах денежных средств, с которыми осуществляются данные операции, размерах процентной ставки, уровне «защищенности» клиента со стороны государства (банки, в частности, в отличие от небанковских кредитных организаций, имеют право привлекать депозиты от физических и юридических лиц);
- парабанковская система – представлена организациями, имеющими право на осуществление отдельных операций, которые разрешены для банков, но размер и условия данных операций ограничены, а уровень «защищенности» со стороны государства практически отсутствует;
- инфраструктура – представлена организациями, которые осуществляют вспомогательную деятельность при реализации отдельных операций банковской и / или парабанковской систем.

Классификация компаний финансового сектора представлена на рисунке 8.

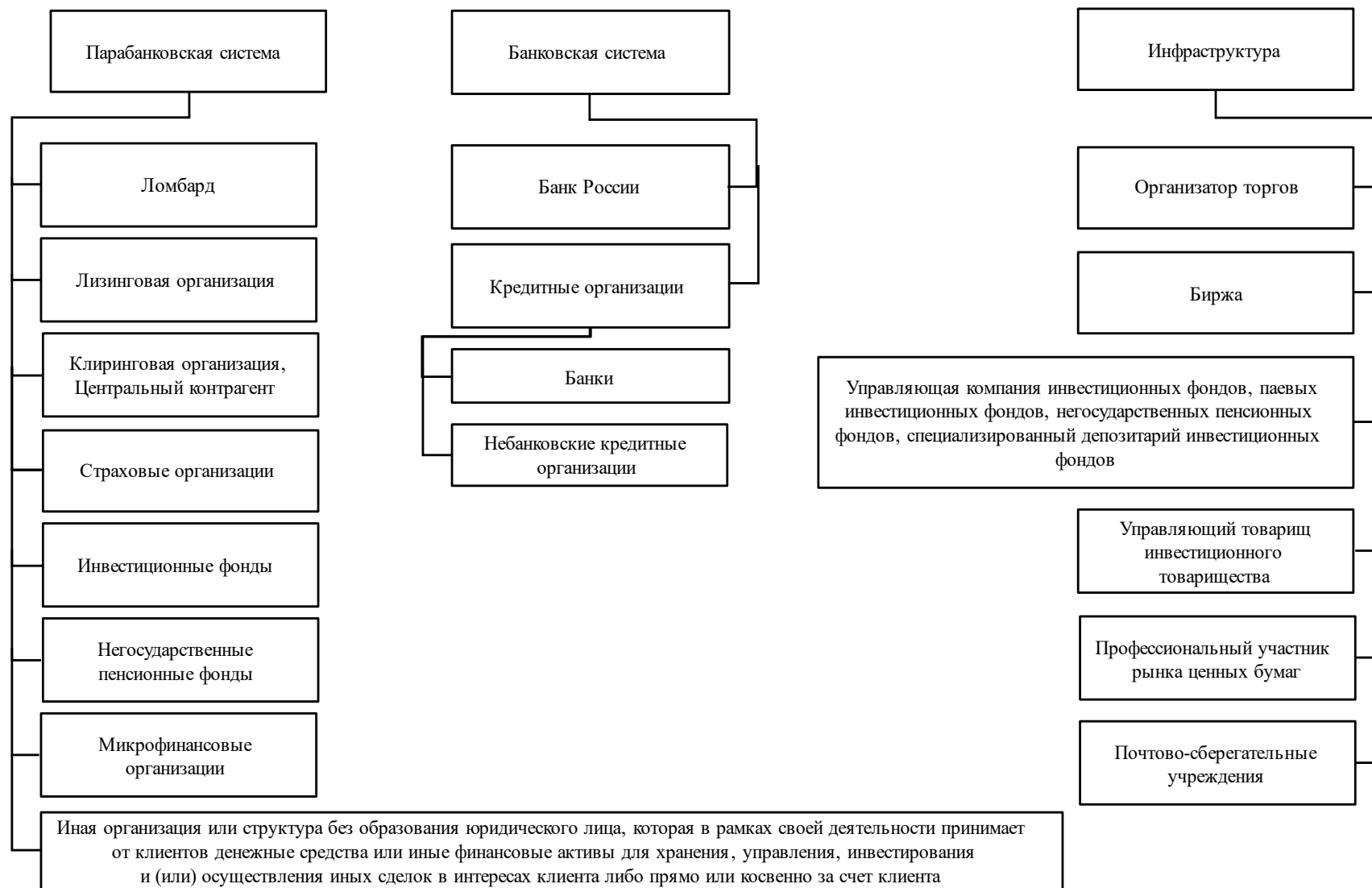
Согласно данным Банка России, наиболее многочисленными по количеству организаций являются следующие группы финансовых компаний: «кредитные организации», «страховщики» [70]. Незначительно менее крупной по количеству организаций является группа «негосударственные пенсионные фонды». В абсолютном выражении с 01.01.2020 по 01.01.2025 тенденция сокращения характерна практически для всех групп финансовых институтов, кроме Банка России (что очевидно, так как он является единственным и неотъемлемым участником группы), в частности, наиболее значительно сократились в абсолютном выражении кредитные организации (тем не менее оставаясь самой многочисленной группой), в относительном выражении – страховщики (на 23%; тем не менее остались самой многочисленной группой после кредитных организаций). Ключевые показатели динамики организаций финансового сектора Российской Федерации представлены в таблице 5.

Таблица 5 – Ключевые показатели динамики организаций финансового сектора Российской Федерации

В единицах						
Наименование	01.01.2020	01.01.2021	01.01.2022	01.01.2023	01.01.2024	01.01.2025
Банк России	1	1	1	1	1	1
Кредитные организации	834	793	744	699	679	667
Страховщики	189	173	163	158	153	146
Негосударственные пенсионные фонды	47	43	41	39	37	37
Инвестиционные фонды	2	2	2	2	2	2
Государственные финансовые корпорации	1	1	1	1	1	1
Другие финансовые организации	47 982	40 207	36 279	34 118	32 367	31 908
Итого	49 056	41 220	37 231	35 018	33 240	32 763

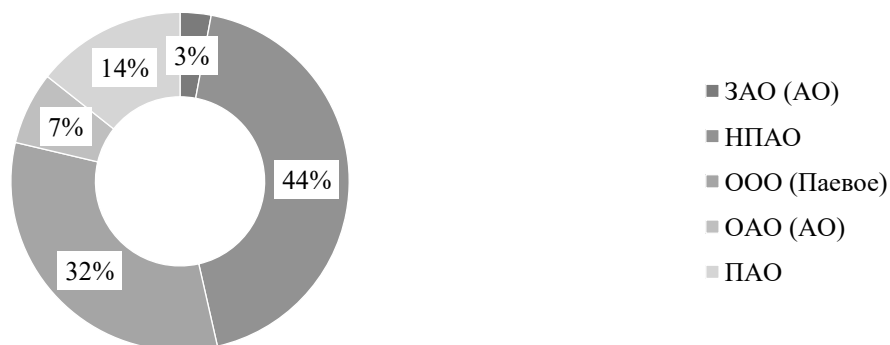
Источник: составлено автором по материалам [70].

Поскольку банки, а также субъекты страхового дела в Российской Федерации чаще всего создаются в организационно-правовых формах акционерных обществ и обществ с ограниченной ответственностью, то объектом оценки является право собственности на акции, доли в уставном капитале.



Источник: составлено автором по материалам [68; 69].
 Рисунок 8 – Классификация финансового сектора Российской Федерации

Структура совокупности кредитных организаций Российской Федерации по организационно-правовой форме по состоянию на 18.04.2025 представлена на рисунке 9, структура совокупности субъектов страхового дела Российской Федерации по организационно-правовой форме по состоянию на 18.04.2025 – на рисунке 10.



Источник: составлено автором по материалам [61].

Рисунок 9 – Структура совокупности кредитных организаций Российской Федерации по организационно-правовой форме по состоянию на 18.04.2025



Источник: составлено автором по материалам [63].

Рисунок 10 – Структура совокупности субъектов страхового дела Российской Федерации по организационно-правовой форме по состоянию на 18.04.2025

«Чертами таких объектов оценки в виде бизнеса являются общепринятые черты, которые присущи любым субъектам предпринимательской деятельности: во-первых, бизнес – это инвестиционный

товар» [66], который имеет полезность для покупателя, то есть вложения в данный товар подразумевают ожидания покупателя в получении отдачи (выгоды) в будущем, во-вторых, бизнес – это система, можно ее приобретать как целиком так и частями, в-третьих, на эффективность деятельности бизнеса влияют как внешние факторы, так и внутренние; в-четвертых, для стабильного функционирования бизнеса на открытом рынке необходимо участие государства в формировании рыночных цен на данный бизнес.

Внутренними факторами, влияющими на величину стоимости бизнеса, которые вытекают из характеристики организации как инвестиционного товара, являются состав, структура и качество выпускаемой продукции, предоставляемых услуг, технологии производства, ценовая политика, качество оборудования, наличие собственных и заемных средств, затраты на производство, оборачиваемость капитала, сформированная база клиентов и поставщиков, интеллектуальный капитал (квалифицированный персонал), высококвалифицированный менеджмент. Внешними факторами являются величина и динамика платежеспособного спроса на выпускаемую продукцию или предоставляемые услуги бизнеса, фаза экономического цикла государства, в котором функционирует бизнес, или самого предприятия, уровень конкуренции в отрасли, налоговая политика государства, денежно-кредитная политика государства, степень развития финансового и страхового рынков страны, курс валют, уровень инфляции и другие макроэкономические факторы.

Таким образом, при оценке стоимости бизнеса для определенной инвестиционной цели покупатель или продавец должен обращать внимание на следующие характеристики бизнеса как объекта оценки: а) на доход, который потенциально может получать собственник при реализации операционной деятельности бизнеса или реализации самого бизнеса; б) на время, то есть на то, какие доходы в будущем будет приносить бизнес, сколько будут стоить активы и обязательства; в) на риски, с которыми связано получение вышеописанных доходов в будущем; г) на степень контроля,

которую покупает или продает участник сделки в бизнесе; д) на ликвидность, то есть с какой скоростью активы компании смогут быть реализованы на рынке в случае такой потребности; е) на ограничения, которые оказывают влияние на деятельность данного бизнеса [71].

Характеристики, присущие организациям как представителям финансовых институтов в качестве объектов оценки. Во-первых, поскольку деятельность организаций финансового сектора критически важна для общества и экономики государства в целом, их деятельность контролируется со стороны Банка России (например, деятельность кредитных организаций [72; 73]). Согласно Федеральному закону от 23.12.2003 № 177-ФЗ «О страховании вкладов физических лиц в банках Российской Федерации», каждый вкладчик банка в Российской Федерации автоматически включается в систему страхования вкладов при открытии депозитного счета в кредитной организации, что означает, что при наступлении страхового случая (банкротства банка) вкладчик имеет право на возмещение своих средств в размере до 1 400 000 руб. Государство осуществляет наблюдение за деятельностью кредитных организаций, поскольку в случае их банкротства именно государство будет обязано возместить средства населению. При регистрации банка устанавливается минимальный размер уставного капитала [74; 75; 76]:

- 1 млрд руб. – для вновь регистрируемого банка с универсальной лицензией;
- 300 млн руб. – для вновь регистрируемого банка с базовой лицензией;
- 90 млн руб. – для вновь регистрируемой НКО, за исключением минимального размера уставного капитала вновь регистрируемой небанковской кредитной организации – центрального контрагента;
- 300 млн руб. – для вновь регистрируемой НКО – центрального контрагента».

Базовая лицензия позволяет кредитной организации осуществлять

только часть банковских операций – открытие и ведение счетов, привлечение кредитов, совершение переводов, покупка и продажа иностранной валюты, универсальная лицензия позволяет осуществлять все возможные банковские операции.

А после регистрации банка Банк России на постоянной основе проверяет выполнение нормативов достаточности капитала, ликвидности, максимального размера риска на одного заемщика или группу связанных заемщиков, максимального размера крупных кредитных рисков, максимального размера кредитов, банковских гарантий и поручительств, предоставленных банком своим участникам, акционерам, использование собственных средств (капитала) банков для приобретения акций, долей, других юридических лиц, по данным Инструкции Банка России от 29.11.2019 № 199-И «Об обязательных нормативах и надбавках к нормативам достаточности капитала банков с универсальной лицензией» [73].

Контроль со стороны Банка России осуществляется также и для субъектов страхового дела. «Страховая организация – субъект страхового дела, имеющий право осуществлять страховую деятельность на основании лицензии, выданной Банком России». Таким образом, основной характеристикой страховой организации является наличие лицензии Банка России на осуществление своей (страховой) деятельности. Существует пять основных видов деятельности страховых организаций: «добровольное страхование жизни, добровольное личное страхование, за исключением добровольного страхования жизни, добровольное имущественное страхование, виды страхования, осуществление которых предусмотрено федеральными законами о конкретном виде обязательного страхования, перестрахование» [67].

Для страховых организаций, обязательный контроль со стороны Банка России объясняется необходимостью осуществления операций, являющихся обязательными по закону (например, пенсионное страхование, страхование от несчастных случаев в ряде профессий, обязательное

медицинское страхование и т.п.).

Во-вторых, организациями финансового сектора присущ двойной обмен долговыми обязательствами: поскольку их пассивы сформированы за счет вкладов клиентов, которые потом могут быть использованы для формирования активов – депозитов, облигаций и прочего, которые также будут являться для другого лица обязательством. Более того, для кредитных организаций, в частности, характерен выпуск именно собственных долговых бумаг (облигаций).

В-третьих, такой бизнес не ограничивается только оказанием финансовых услуг. В современном мире значительную часть прибыли финансовой организации составляют доходы от участия на фондовом рынке, в том числе от размещения и ведения счетов ценных бумаг клиентов, а также доходы от сопутствующих цифровых услуг.

Рассмотрим структуру доходов крупнейших кредитных организаций Российской Федерации, по объему активов нетто, и страховых компаний, по совокупному объему собранных страховых премий (в выборке использовались только те организации, по которым представлена отчетность, в том числе с расшифровкой доходов по статьям, в открытых источниках информации, Банк России временно приостановил публикацию отчетности на период макроэкономической и политической нестабильности в связи с проведением Российской Федерацией специальной военной операцией в Украине). Согласно проведенному анализу, результаты которого представлены в приложении Г, доходы, не связанные напрямую с основным бизнесом банка, в структуре поступлений составляют от 11% до 16%, в структуре комиссионных доходов – от 6% до 56%. Доходы небанковских кредитных организаций не раскрываются так же подробно, как и банков, поэтому их анализ не выявляет каких-либо закономерностей, которые можно принять как общие характеристики. Структура доходов за вычетом расходов страховых организаций по направлению «страховая деятельность» представляет собой отрицательное значение, в то время

как по инвестиционной деятельности – положительное на том уровне, что позволяет сформировать общий положительный результат деятельности организации.

В-четвертых, компании финансового сектора имеют особую систему ведения бухгалтерского учета, не российские стандарты бухгалтерского учета (далее – РСБУ), а отраслевые стандарты бухгалтерского учета (далее – ОСБУ). Более того, существуют специальные формы отчетности, которые банки обязаны каждый день направлять Банку России [75], поскольку движения по счетам происходит ежеминутно.

В-пятых, у финансовых организаций большая часть пассивов – это средства клиентов, например, заемные средства, так как одним из основных видов деятельности является выдача средств, например, депозитов, что в итоге снижает величину собственного капитала.

Рассмотрим структуру пассивов крупнейших банков Российской Федерации, по объему активов нетто (в выборке использовались только те банки, по которым представлена отчетность в открытых источниках информации и которую можно назвать актуальной по состоянию на дату написания исследования; Банк России временно приостановил публикацию банковской отчетности на период макроэкономической и политической нестабильности в связи с проведение Российской Федерацией специальной военной операцией в Украине). Доля средств клиентов в пассивах крупнейших банков представлена в таблице 6.

Согласно проведенному анализу, средства клиентов составляют от 69% до 85% в структуре пассивов банка (обязательства и собственные средства), средства клиентов составляют от 75% до 86% в структуре пассивов небанковских кредитных организаций. Доля средств клиентов, не являющихся кредитными организациями, в пассивах небанковских кредитных организаций по состоянию на 01.10.2023 представлена в таблице 7 (использованы наиболее актуальные данные по состоянию на дату составления исследования, представленные в открытых источниках информации).

Таблица 6 – Доля средств клиентов в пассивах крупнейших банков

В тысячах рублей				
Наименование	Дата отчетности	Итого пассивы (обязательства и собственные средства)	Средства клиентов	Доля средств клиентов в пассивах банка, в процентах
ПАО Сбербанк	31.03.2025	60 107 400 000	45 273 100 000	75
Банк ВТБ (ПАО)	31.03.2025	32 612 753 797	28 074 257 281	86
ПАО «Россельхозбанк»	31.12.2024	5 542 123 242	4 455 850 231	80
ПАО «РОСБАНК»	31.12.2023	2 100 294 000	1 585 025 000	75
АО «ТБанк»	31.03.2025	2 328 492 824	1 909 648 048	82

Источник: составлено автором по материалам [77; 78; 79; 86; 87].

Таблица 7 – Доля средств клиентов, не являющихся кредитными организациями, в пассивах небанковских кредитных организаций по состоянию на 01.10.2023

В тысячах рублей				
Наименование	Итого пассивы (обязательства и собственные средства)	Средства кредитных организаций	Средства клиентов, не являющихся кредитными организациями	Доля средств клиентов в пассивах, в процентах
НКО «ИНКАХРАН» (АО)	41 185 676	36 792 790	65 730	89
ООО РНКО «Единая касса»	1 838 829	-	1 043 477	57
РНКО «Деньги.Мэйл. Ру» (ООО)	2 123 066	-	1 194 680	56
НКО «Альтернатива» (ООО)	133 621	1 406	69 238	53
НКО «Истина» (АО)	34 698	-	25 943	75

Источник: составлено автором по материалам [87].

В-шестых, что вытекает из предыдущего пункта, финансовые организации принимают на себя большие риски, чем другие организации, поскольку независимо от рыночной ситуации обязаны погасить в полном объеме принятые обязательства [25].

В-седьмых, что касается только кредитных организаций, они имеют право выполнять большее количество операций, чем небанковские кредитные организации. Небанковские организации не вправе осуществлять следующие банковские операции: «привлечение денежных средств физических и юридических лиц во вклады (до востребования и на определенный срок), открытие и ведение банковских счетов физических лиц, осуществление переводов денежных средств по поручению физических лиц по их банковским счетам, привлечение драгоценных металлов физических и юридических лиц

во вклады (до востребования и на определенный срок), открытие и ведение банковских счетов физических лиц в драгоценных металлах, осуществление переводов по поручению физических лиц по их банковским счетам в драгоценных металлах» [73].

Особенности финансовых организаций как объектов оценки в условиях цифровой трансформации. Во-первых, бизнес финансовых организаций в парадигме цифровой экономики отличается увеличением мобильности бизнес-процессов, то есть существует возможность во временном привлечении ресурсов, в том числе трудовых, в том числе удаленно, или использовании аутсорсинга, мобильности в привлечении ресурсов, в том числе через краудфандинг, краудлендинг, краудинвестинг и т.п.

Во-вторых, с появлением новых цифровых решений изменяется и структура затрат: уменьшается доля материальных затрат, но увеличивается доля затрат на персонал, аренду, оплату ИТ-услуг и тому подобное. Доля переменных затрат, в целом, в структуре расходов сокращается, что приводит к увеличению уровня операционного рычага.

В-третьих, отмечается достаточно высокий уровень инвестиций (капитальных вложений), так как цифровое развитие как компании в целом, так и отдельных инструментов идет непрерывно и с достаточно значительными темпами, что означает, что при определении прогнозного и постпрогнозного периода необходимо учитывать потенциальную возможность организации получения выгод, положительного эффекта от реализуемых инвестиций.

В-четвертых, у финансовых организаций как объектов оценки в условиях цифровой парадигмы возникают новые специфические факторы риска, которые необходимо учитывать:

- риски кибербезопасности, которые подробнее описаны далее в рамках настоящего раздела исследования [66];
- риски прекращения способности цифрового актива приносить доходы, потери конкурентоспособности, поскольку цифровое развитие характеризуется достаточно высокими темпами;

– для кредитных организаций: риски конкуренции с небанковскими кредитными организациями, находящимися в цифровой среде; однако данный риск имеет ограниченный характер, поскольку небанковские кредитные организации не могут осуществлять многое количество операций, для которых банки являются уполномоченными, так как обладают лицензией.

В-пятых, финансовые организации в рамках экосистемы способны получать выгоды в виде эффекта синергии, так как кроме финансовой деятельности реализуют еще и другие в том числе вспомогательные виды деятельности.

Таким образом, предложен перечень характеристик финансовых организаций как объектов оценки в рамках цифровой трансформации: увеличение мобильности бизнес-процессов, изменение структуры затрат (сокращение доли материальных затрат, рост доли затрат на персонал, аренду, оплату IT-услуг, сокращение доли переменных затрат, рост операционного рычага), высокий уровень инвестиций в цифровые инновации, новые специфические риски, такие как риск кибербезопасности, риск прекращения способности цифрового актива приносить доходы, потери конкурентоспособности, возможность получения синергетического эффекта от реализации бизнеса в рамках экосистемы.

1.3 Условия и факторы роста стоимости финансовых организаций в современных реалиях

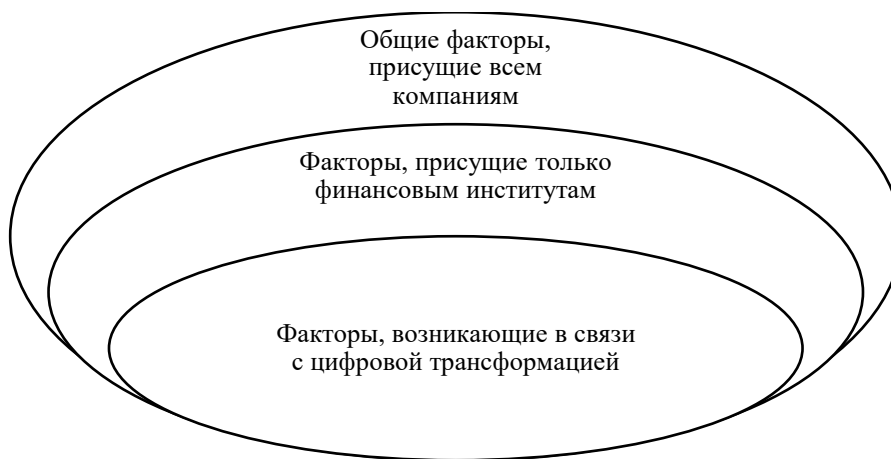
Определение факторов влияния на стоимость необходимо и важно для каждой организации, так как, по сути, стоимость отражает результаты деятельности компании, позволяет в динамике следить за эффективностью ее функционирования. Но компания не может напрямую изменить стоимость, оказать влияние возможно только на изменение ключевых факторов, которые, в свою очередь, повлияют на стоимость. Более того, именно вышеуказанные факторы могут являться основой дальнейшего плана развития и функционирования фирмы.

Согласно Т. Коупленду [11], фактором роста стоимости компании может являться любой показатель, который оказывает влияние на стоимость.

Несмотря на то, что в данной работе рассматриваются более подробно кредитные и страховые организации, для них присущие общие факторы роста стоимости компании, а также факторы роста стоимости компаний финансового сектора.

Классификация совокупности факторов стоимости финансовой организации представлена на рисунке 11.

Факторы стоимости, присущие всем компаниям. Согласно работе Т. Коупленда, Т. Коллера, Дж. Муррин [11], «нельзя просто определить все факторы и начать управлять стоимостью компании, прежде необходимо установить взаимосвязь между всеми факторами, степень их влияния на стоимость. Таким образом, представляется наиболее верным составление иерархии факторов стоимости. Например, если фактором стоимости отмечается рентабельность инвестиций, то фактор можно разложить на операционную прибыль и инвестированный капитал, которые также можно далее делить на подчиненные факторы. Чем больше будут детализированы факторы, тем больше вероятность того, что менеджмент компании свяжет фактор с конкретным решением по управлению» [62].



Источник: составлено автором.

Рисунок 11 – Совокупность факторов стоимости финансовой организации

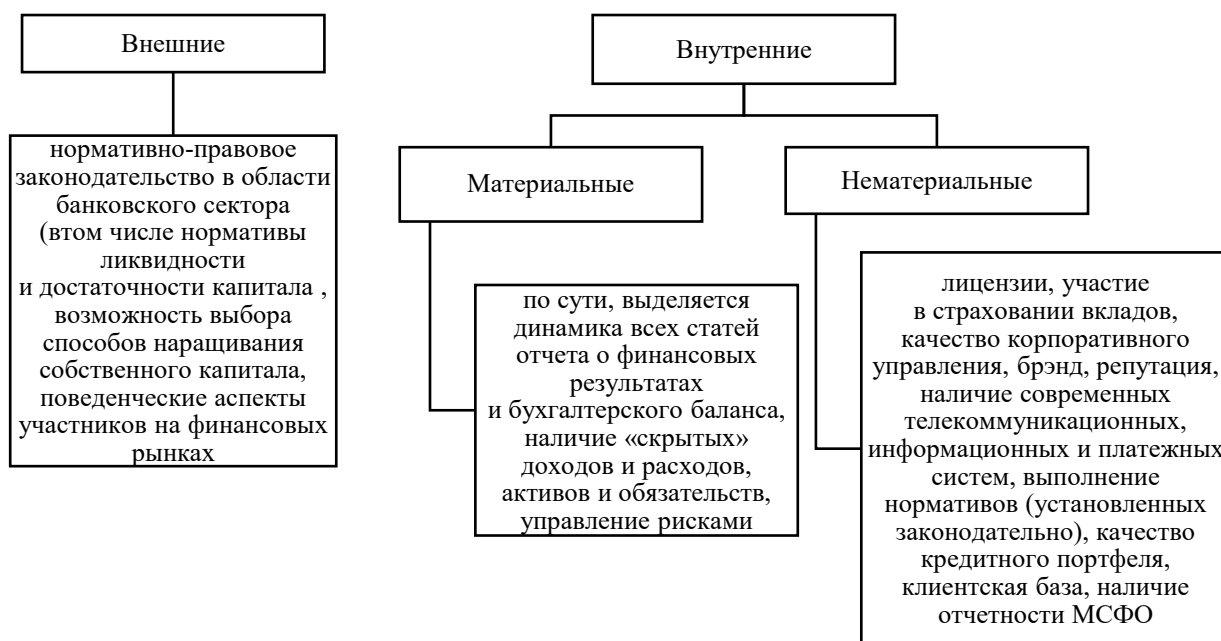
Согласно учебному пособию «Оценка бизнеса в цифровой экономике: учебник» под редакцией М.А. Федотовой, О.В. Лосевой, Т.В. Тазихиной [3], факторы роста стоимости можно разделить на две группы: внешние, на которые не могут повлиять сотрудники компании, и внутренние, подвластные менеджменту. Однако невозможность влияния на факторы роста стоимости не отменяет необходимости создания условий для ограничения / предотвращения последствий потенциальных негативных эффектов от их изменения. В вышеуказанной работе также отмечается необходимость детализации факторов и выявления их соподчиненности. Подробнее факторы роста стоимости компаний представлены в приложении Д.

Факторы роста стоимости компаний финансового сектора. Основываясь на характеристиках компаний финансового сектора, представленных в предыдущем параграфе исследования, выделены следующие факторы роста стоимости компаний финансового сектора: оказание нефинансовых услуг и реализация нефинансовых продуктов, синергетический эффект, специфические риски, связанные с необходимостью выполнения своих обязательств даже в невыгодной для них экономической ситуации, нормы резервирования, наличие лицензий и их количество, поведенческие аспекты участников на финансовых рынках. Как уже обозначалось ранее в рамках настоящего параграфа исследования, кредитным и страховым организациям присущи все факторы роста стоимости, которые являются общими для всех видов компаний. Тем не менее, отдельно выделяются факторы роста стоимости, которые возникают в связи со спецификой деятельности банков и страховщиков – они подробно описаны в приложении Е.

Проведен анализ факторов роста стоимости кредитных организаций в работах отечественных и зарубежных авторов, сделан вывод о том, что все факторы можно классифицировать, во-первых, на две группы: внешние и внутренние, как и в случае с описанием факторов роста стоимости любой компании (а не только кредитной или страховой организации). Внешними факторами роста стоимости для кредитных организаций будут являться: нормативно-правовое законодательство в области банковского

сектора, в том числе нормативы ликвидности и достаточности капитала, возможность выбора способов наращивания собственного капитала, поведенческие аспекты участников на финансовых рынках, в том числе в следствии введения санкций против Российской Федерации со стороны недружественных стран.

Во-вторых, внутренние факторы роста стоимости кредитной организации делятся на материальные (по сути, динамика всех статей отчета о финансовых результатах и бухгалтерского баланса, наличие «скрытых» доходов и расходов, активов и обязательств, управление рисками) и нематериальные (лицензии, участие в страховании вкладов, качество корпоративного управления, брэнд, репутация, наличие современных телекоммуникационных, информационных и платежных систем, выполнение нормативов, установленных законодательно, качество кредитного портфеля, клиентская база, наличие отчетности МСФО). Классификация факторов роста стоимости, присущих исключительно кредитным организациям, представлена на рисунке 12.



Источник: составлено автором по материалам [1; 11; 25-37; 40; 41].

Рисунок 12 – Классификация факторов роста стоимости, присущих исключительно кредитным организациям

Для каждой компании можно построить «дерево» факторов, то есть разложить часть факторов на составляющие – также факторы. Согласно проведенному анализу, одним из факторов роста стоимости кредитных организаций является величина кредитного портфеля.

Проанализировав факторы роста стоимости кредитных организаций, представленные в работах отечественных и зарубежных авторов, они дополнены следующими: «размер кредитного портфеля», что в свою очередь зависит от следующих факторов: «динамика ключевой ставки Банка России», «динамика ВВП», «индекс МОЕХ», и «залоговое обеспечение», указанные факторы будут описаны подробнее далее в рамках настоящего параграфа исследования.

Отчетность компаний финансового сектора, в частности банков и страховщиков, отличается от общих принципов составления РСБУ, в том числе классификация доходов: не указывается выручка и прочие доходы, а доходы разделяются: в случае кредитных организаций – на процентные и прочие, в случае страховых организаций – на страховые, инвестиционные и прочие. Процентные доходы, по сути, отражают способность банка выдавать кредиты физическим и юридическим лицам, в том числе другим кредитным организациям, а также составляют наибольшую долю в структуре доходов кредитной организации. Структура чистых доходов, согласно отчету о прибылях и убытках, банковского сектора Российской Федерации представлена в таблице 8. Таким образом, основная часть доходов банка зависит от размера кредитного портфеля, следовательно, необходимо спрогнозировать кредитный портфель для того, чтобы впоследствии иметь возможность определить будущие потенциальные процентные доходы.

Российские исследователи А.А. Помулев, Н.С. Помулева [91] предлагают прогнозировать размер кредитного портфеля банковского сектора Российской Федерации в зависимости от изменения ключевой ставки

Банка России, R^2 регрессионной модели = 67%, необходимо обратить внимание на нормированный R^2 , так как он демонстрирует снижение, если в модель включаются факторы, которые не имеют высокой степени объясняемости экзогенной переменной.

Ключевая ставка Банка России является регулирующим фактором: при увеличении ключевой ставки Банка России сокращается размер кредитного портфеля банковского сектора и наоборот.

Выдвигается гипотеза о том, что размера кредитного портфеля банковского сектора Российской Федерации также возможно прогнозировать в зависимости от динамики индекса MOEX, который характеризует инвестиционную активность на рынках Российской Федерации, что, по сути, также отражает возможности роста или тенденции к снижению кредитного портфеля банковского сектора Российской Федерации, но зависимость обратна той, что присутствует между ключевой ставкой и кредитным портфелем банковского сектора. Инвестиционная активность является фактором роста кредитного портфеля банковского сектора Российской Федерации, поскольку банковское кредитование является приоритетной формой привлечения капитала российскими компаниями.

Таблица 8 – Структура чистых доходов согласно отчету о прибылях и убытках банковского сектора Российской Федерации

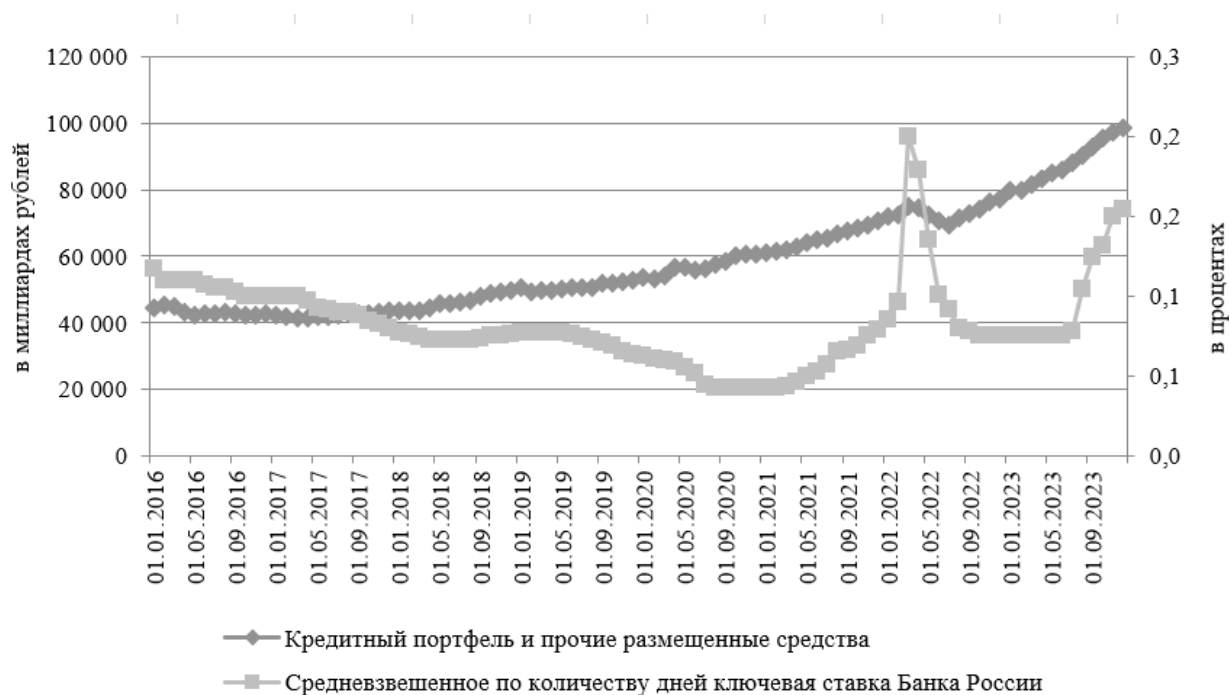
Наименование	В миллиардах рублей					
	2020 г.	2021 г.	2022 г.	1 квартал 2023 г.	2 квартал 2023 г.	3 квартал 2023 г.
Чистые процентные доходы	3 541	4 075	4 194	1 333	1 402	1 583
Доля в общей сумме чистых доходов, в процентах	69	72	79	68	63	67
Чистые комиссионные доходы	1 284	1 536	1 622	420	472	521
Чистые доходы от ценных бумаг	115	(65)	(107)	(22)	33	(35)
Чистые доходы от инвалюты, драгметаллов, в том числе ПФИ	229	114	(415)	229	333	299

Источник: составлено автором по материалам [90].

В то же время, еще одним фактором, который демонстрирует инвестиционную активность на рынках Российской Федерации является ВВП.

Таким образом, при построении модели прогнозирования кредитного портфеля банковского сектора Российской Федерации предлагается использовать в качестве эндогенных факторов (потенциальные объясняющие переменные): ключевая ставка Банка России, изменение индекса МОЕХ или ВВП.

Построен график динамики ключевой ставки Банка России, представленный на рисунке 13.



Источник: составлено автором по материалам [92; 93].

Рисунок 13 – Динамика кредитного портфеля банковского сектора Российской Федерации и ключевой ставки Банка России

По итогам анализа соответствия динамик ключевой ставки Банка России, размера кредитного портфеля банковского сектора Российской Федерации, индекса МОЕХ, ВВП Российской Федерации сделаны следующие выводы:

- очевиден общий разнонаправленный тренд динамики ключевой

ставки Банка России и размера кредитного портфеля банковского сектора Российской Федерации (рост ключевой ставки приводит к сокращению кредитного портфеля банковского сектора и наоборот; неоднородность тренда сформирована за счет исключительных, нетипичных ситуаций на рынке: 2019 г. – развитие пандемии Covid-19, 2022 г. – начало специальной военной операции в Украине);

– динамика индекса МОЕХ, размера кредитного портфеля банковского сектора Российской Федерации, ВВП Российской Федерации однонаправленна, проведен корреляционный анализ эндогенный и экзогенной переменной, представленный в таблице 9;

– экзогенная переменная имеет наибольшую корреляционную зависимость с эндогенным фактором ВВП Российской Федерации (95%), корреляционные зависимости между эндогенными факторами достаточно слабые – минус 34%, 51%, 20%.

Таблица 9 – Корреляционный анализ кредитного портфеля банковского сектора Российской Федерации, индекса МОЕХ, ключевой ставки Банка России, ВВП Российской Федерации

Наименование	Кредитный портфель и прочие размещенные средства, млрд руб.	Средневзвешенное по количеству дней ключевая ставка Банка России, в процентах	Индекс МОЕХ, б.п.	ВВП, млрд руб.
Кредитный портфель и прочие размещенные средства, млрд руб.	1	-	-	-
Средневзвешенное по количеству дней ключевая ставка Банка России, в процентах	0,18	1	-	-
Индекс МОЕХ, б.п.	0,50	-0,34	1	-
ВВП, млрд руб.	0,95	0,20	0,51	1

Источник: расчеты автора по материалам [92; 93].

Поскольку индекс МОЕХ исчисляется в б.п., а кредитный портфель

– в рублях, ключевая ставка Банка России – в процентах, то различия в единицах измерения эндогенной и экзогенной переменной может привести к искажению результата.

При построении множественной регрессии, где учитываются все эндогенные факторы или же два из трех эндогенных фактора в разных вариациях, выявлена мультиколлинеарность между эндогенными показателями, устранение мультиколлинеарности невозможно, так как устранение одной переменной приведет к построению парной регрессии.

Таким образом, принято решение о построении парной регрессионной модели. Учитывая различия в единицах измерения эндогенных переменных и экзогенной, а также величину корреляционной связи между ними, в качестве итоговой эндогенной переменной для построения модели выбран ВВП Российской Федерации.

Дополнительным аргументом построения регрессионной модели, где эндогенным фактором будет являться ВВП Российской Федерации, является наличие достаточно большого количества источников в открытых ресурсах информации, где присутствуют актуальные прогнозы ВВП Российской Федерации.

При построении парной регрессии, где экзогенная переменная – объем кредитного портфеля, эндогенная – ВВП Российской Федерации, нормированный R^2 выше при условии отсутствия константы (константа = 0); чем при условии наличия константы, которая не равна 0.

Нормированный коэффициент детерминации уравнения регрессии для прогнозируемого объема кредитного портфеля, отраженной формулой (1), при нулевой константе, составил 96%, что свидетельствует о высокой доли объясняемости экзогенной переменной эндогенной.

Для составления регрессии и расчета показателей использовался программный пакет MS Excel, надстройка «Анализ данных», «Регрессия».

Итоги построения регрессионной модели через Пакет данных MS Excel

представлены в приложении Ж.

Модель прогнозирования кредитного портфеля банковского сектора можно представить в виде следующей формулы (1)

$$Y = 1,93x, \quad (1)$$

где Y – прогнозируемая величина кредитного портфеля банковского сектора, млрд руб.;

x – величина ВВП Российской Федерации, квартальный объем, млрд руб.

Критическое значение t-теста = 2, использован программный комплекс MS Excel: =СТБЮДРАСПОБР().

Критическое значение t-теста (2) выше фактического показателя модели, (Р-Значение). Вывод: эндогенная переменная значима.

Значения «Нижние 95%» и «Верхние 95%» – положительны, между ними не присутствует 0, параметр модели адекватен.

Несмотря на то, что изначально регрессия создавалась А.А. Помулевым, Н.С. Помулевой для прогноза динамики кредитного портфеля банка, считается, что использование регрессии возможно и для небанковских кредитных организаций, поскольку их деятельность также связана с выдачей кредитов и размещением депозитов, а банковский кредитный портфель включает как активы банков, так и небанковских кредитных организаций.

Несмотря на высокие показатели достоверности модели, прогнозные значения имеют вероятностный характер и могут быть недостоверными в силу влияния неучтенных в модели факторов. Прогноз кредитного портфеля банковского сектора Российской Федерации на 2023-2026 гг. представлен в таблице 10.

Фактором роста стоимости кредитных организаций также определяется залоговое обеспечение, так как залоговые операции напрямую влияют

на финансовые результаты кредитной организации. Залоговые операции сами по себе не относятся к основным операциям кредитной организации, но зачастую неразрывно связаны и необходимы при реализации кредитных операций. По результатам выплаты кредита заемщиком, кредитные организации имеют право взыскать непрофильные для них активы, которые далее требуют управления и реализации, что составит соответствующие расходы и доходы. Более того, наличие залогового обеспечения по кредиту формирует условия кредита, например, размер ставки, что также является фактором роста стоимости кредитных организаций.

Таблица 10 – Прогноз кредитного портфеля ПАО Сбербанк

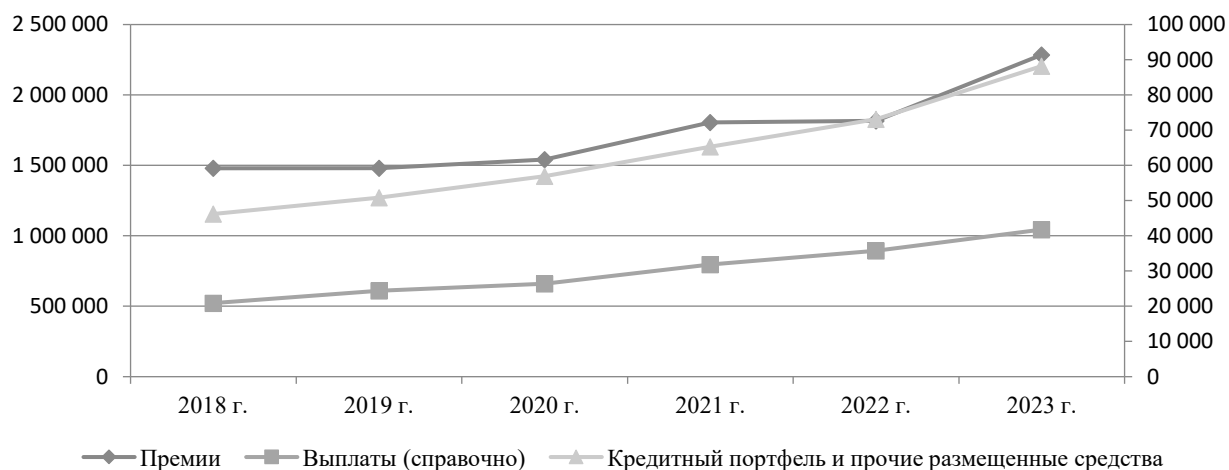
Наименование	В миллиардах рублей			
	2023 г. (факт)	2024 г. (прогноз)	2025 г. (прогноз)	2026 г. (прогноз)
Прогноз кредитного портфеля банковского сектора Российской Федерации	97 204	99 959	101 528	103 491
Средства физических лиц, корпоративных клиентов ПАО Сбербанк (факт)	36 694	-	-	-
Доля средств физических лиц и корпоративных клиентов ПАО Сбербанк в кредитном портфеле банковского сектора Российской Федерации, в процентах	38	-	-	-
Средства физических лиц, корпоративных клиентов ПАО Сбербанк, прогноз	-	37 733	38 326	39 067

Источник: расчеты автора по материалам [92; 93].

В частности, фактором роста стоимости страховых организаций является размер кредитования в стране, поскольку ряд кредитных операций сопряжен с обязательным страхованием (здоровья, жизни, на случай смерти, автотранспорта и т.п.).

Выдвигается гипотеза о том, что размер страховых премий, по сути, объем рынка страхования (основной выручки страховщиков, экзогенной переменной) значительным образом зависит от размера кредитного портфеля банковского сектора Российской Федерации (эндогенной переменной).

Построен график динамики указанных эндогенной и экзогенной переменных, который представлен на рисунке 14.



В миллиардах рублей

Источник: составлено автором по материалам [93].

Рисунок 14 – Динамика объема премий страхового сектора и кредитного портфеля банковского сектора Российской Федерации

По итогам анализа соответствия динамик объема премий страхового сектора Российской Федерации и кредитного портфеля банковского сектора Российской Федерации сделан вывод о наличии общего однонаправленного тренда динамик указанных показателей. Проведен корреляционный анализ эндогенной и экзогенной переменной, коэффициент корреляции – 97%.

Построена парная регрессионная модель. При построении парной регрессии, где экзогенная переменная – объем страховых премий, эндогенная – объем кредитного портфеля, нормированный R-квадрат выше при условии отсутствия константы (константа = 0); чем при условии константы, которая не равна 0. Нормированный коэффициент детерминации уравнения регрессии для прогнозируемого объема кредитного портфеля, отраженной формулой (2), при нулевой константе составил 79%, что свидетельствует о высокой доли объяснимости экзогенной переменной эндогенной.

Для составления регрессии и расчета показателей использовался программный пакет MS Excel, надстройка «Анализ данных», «Регрессия». Итоги построения регрессионной модели через Пакет данных MS Excel представлены в приложении Ж. Критическое значение t-теста = 2,8 было вычислено с использованием программного комплекса MS Excel: =СТЮДРАСПОБР(). Критическое значение t-теста (2) выше фактического

показателя модели, Р-Значение. Вывод: эндогенная переменная значима.

Значения «Нижние 95%» и «Верхние 95,0%» – положительны, между ними не присутствует 0, параметр модели адекватен. Несмотря на высокие показатели достоверности модели, прогнозные значения имеют вероятностный характер и могут быть недостоверными в силу влияния неучтенных в модели факторов. Модель прогнозирования размера премий страхового сектора Российской Федерации можно представить в виде формулы (2)

$$Y = 26,96x, \quad (2)$$

где Y – размер премий страхового сектора Российской Федерации, млрд руб.;

x – величина кредитного портфеля банковского сектора, млрд руб.

Факторы роста стоимости финансовой организации в условиях цифровой трансформации. В условиях ограниченного количества данных об оценке финансовых организаций (проанализирована научная, специальная и даже публицистическая информация, представленная в открытых источниках), сделан вывод о том, что данные о факторах стоимости финансовой организации в условиях цифровизации отсутствуют. Тем не менее, выделены факторы, которые указывались в качестве факторов роста стоимости финансовых организаций и / или в том числе, возникают ввиду цифрового развития бизнеса: наличие современных телекоммуникационных, информационных и платежных систем – SWIFT, Reuters, использование современных технологий.

Далее будут приведены факторы роста стоимости финансовых организаций в условиях цифровой трансформации, которые предлагаются в качестве специфических, возникающих ввиду цифровизации компании:

1) На основе опроса специалистов отрасли [98] выделены факторы роста стоимости, которые наиболее характерны для небанковских кредитных

организаций, однако в общем случае могут быть применимы и ко всем видам финансовых институтов: наличие достаточного уровня финансирования, достаточный уровень цифровых навыков и компетенций сотрудников, наличие пакетных готовых решений, готовность целевой аудитории к цифровому взаимодействию.

2) Использование цифровых технологий. Согласно исследованию В.А. Черкасовой и Г.А. Слепушенко [99] о влиянии цифровизации на деятельность российских компаний в разных секторах экономики: в целом, есть прямая зависимость эффективности деятельности от цифровизации бизнеса. Наибольшее положительное влияние цифровизация оказывает на эффективность деятельности компаний в отраслях информационных технологий, финансов и связи. Размер компании не влияет на величину положительного эффекта цифровизации. Чем более зрелой является компания, тем меньше положительный эффект от внедрения цифровых технологий у нее прослеживается. Таким образом, можно сделать вывод, что «использование цифровых технологий» является фактором динамики выручки организации, которая является фактором стоимости.

3) Специфические риски, связанные с цифровизацией. Критерии для определения несистематического риска, связанного с цифровым развитием организации, обоснованы анализом деятельности финансовых компаний в цифровой парадигме, который представлен в параграфе 1.1. Методика расчета специфического риска, связанного с цифровизацией организаций, приведена далее – в параграфе 2.2. В то же время необходимо отметить, что риск киберугроз может являться фактором роста стоимости страховых организаций, так как развивается новый вид страхования – страхование от кибератак.

Общие выводы по главе 1.

На момент проведения исследования в России не сформировано полноценного комплекта нормативно-правовых актов для регулирования внедрения и развития цифровых решений.

Большинство крупных финансовых компаний Российской Федерации планируют создание собственных экосистем, что усложняет процесс оценки, так как в ней задействовано сразу несколько бизнесов, при этом они взаимосвязаны: как потенциально возможное решение предложена оценка по-отдельности каждого бизнес-сегмента, далее возможен поиск эффекта синергии, по аналогии с оценкой компаний при слияниях и поглощениях.

Финансовые компании планируют увеличить количество онлайн-платежей, что с одной стороны, позволяет точнее прогнозировать денежные потоки, так как о каждой операции в цифровом пространстве сохранится максимальное количество информации, с другой стороны, учитывая значительный темп роста развития способов проведения транзакций, часть операций может остаться неучтенной.

Большинство крупных финансовых компаний прогнозируют внедрение и использование в ближайшие несколько лет новых элементов цифровой экономики – биометрии, искусственного интеллекта, платформы, экосистемы, которые еще однозначно не идентифицированы в научном сообществе и среди практиков как объекты стоимостной оценки, более того, для большинства из них не сформирована или не уточнена методология оценки.

Риски кибербезопасности становятся ключевыми, необходимо выработать методику их оценки при определении специфического риска в рамках расчета ставки дисконтирования. В то же время риски кибербезопасности могут являться фактором стоимости страховых организаций.

Начиная с марта 2022 г. из-за угрозы безопасности при проведении Российской Федерацией специальной военной операции в Украине, финансовые организации приостановили публикацию своей отчетности на официальном сайте Банка России (или же на собственных официальных сайтах), что значительно ограничивает наличие информации в открытых источниках при проведении оценки.

Определен список компаний финансового сектора, которые могут и не могут являться объектами оценки в соответствии с тем, в какой организационно-правовой форме они могут быть созданы, следовательно, соответствуют или не соответствуют требованиям ФСО № 8.

Состав компаний, которые относятся к финансовым институтам достаточно широк, поскольку кредитные организации выполняют наиболее широкий спектр услуг финансового посредничества среди компаний финансового сектора, а также поскольку кредитные и страховые организации представляют наибольшую долю по активам на финансовом рынке Российской Федерации и являются наиболее многочисленными по количеству организаций группами финансового сектора Российской Федерации, наиболее подробно рассматривалась задача идентификации кредитных и страховых организаций как объектов оценки и их специфических черт, а также дополнения данных характеристик новыми, возникающими в связи с цифровой трансформацией бизнеса.

Дополнен перечень характеристик финансовых организаций в современных экономических условиях как объектов оценки в рамках цифровой трансформации: увеличение мобильности бизнес-процессов, изменение структуры затрат (сокращение доли материальных затрат, рост доли затрат на персонал, аренду, оплату IT-услуг, сокращение доли переменных затрат, рост операционного рычага), высокий уровень инвестиций в цифровые инновации, новые специфические риски, такие как: риск кибербезопасности, риск прекращения способности цифрового актива приносить доходы, потери конкурентоспособности, возможность получения синергетического эффекта от реализации бизнеса в рамках экосистемы. Указанные характеристики являются основой для выявления факторов, влияющих на стоимость компаний финансового сектора в условиях цифровой трансформации.

Определен состав факторов, влияющих на стоимость финансовых организаций, и предложена их классификация с делением на три группы:

а) факторы стоимости присущие любым организациям, б) факторы стоимости присущие только финансовым организациям, в частности, кредитным и страховым компаниям, в) факторы стоимости, присущие финансовым организациям в условиях цифровой трансформации. Перечень факторов роста стоимости кредитных организаций дополнен факторами «динамика ключевой ставки Банка России», «Индекс МОЕХ», «Динамика ВВП», которые в свою очередь влияют на размер кредитного портфеля банка, а также фактором «залоговое обеспечение». При прогнозировании кредитного портфеля банка предлагается использовать регрессионную парную модель, где экзогенная переменная – размер ВВП. Перечень факторов роста стоимости страховых организаций дополнен фактором «динамика кредитного портфеля банковского сектора Российской Федерации». При прогнозировании размера страховых премий предлагается использовать регрессионную парную модель, где экзогенная переменная – размер кредитного портфеля банковского сектора Российской Федерации. К специфическим рискам, связанным с цифровизацией, предлагается отнести уровень кибербезопасности, степень реализации стратегии цифрового развития, цифровая культура, риски, связанные с подходом к цифровизации бизнеса. Учет специфических факторов роста стоимости финансовых организаций в условиях цифровой трансформации предлагается рассматривать с помощью специфического риска при определении ставки дисконтирования в доходном подходе.

Глава 2

Совершенствование методов оценки стоимости компаний финансового сектора в условиях цифровой трансформации

2.1 Разработка балльной методики выбора методов оценки стоимости бизнеса для компаний финансового сектора в условиях цифровизации

Согласно Федеральному стандарту оценки «Подходы и методы оценки (ФСО V), утвержденному Приказом Минэкономразвития Российской Федерации № 200 от 14.04.2022, «при проведении оценки используются сравнительный, доходный и затратный подходы».

В открытых источниках представлено ограниченное количество информации, посвященное специфике оценки стоимости компаний финансового сектора. Далее приведены основные выводы, представленные в работах отечественных и зарубежных авторов (за исключение ключевых характеристик и факторов стоимости, которые приведены ранее, в предыдущей главе исследования).

Классические подходы и методы оценки стоимости (здесь и далее – подходы и методы, указанные в Федеральном стандарте оценки «Подходы и методы оценки (ФСО V)»), указываются как применимые, с условием наличия определенных ограничений (подробнее далее в рамках настоящего параграфа) для целей определения стоимости компаний финансового сектора, и кредитных организаций, в частности, в следующих работах: М.М. Ковалева, А.В. Василевского [100], О.Ю. Донецковой [101], А.А. Помулева, Н.С. Помулевой [91], С.А. Секачева [102], К.Р. Бганба, Х.К. Мустафазаде [103].

Сравнительный подход. Согласно данным Банка России [94], котирующимися российскими финансовыми организациями являются: АО «ТБанк», ПАО «Банк Уралсиб», ПАО «Банк «Санкт-Петербург»,

ПАО Банк «Кузнецкий», АО «Киви», ПАО СК «Росгосстрах», ПАО «Московская Биржа», ПАО «Группа Ренессанс Страхование», Банк ВТБ (ПАО), ПАО АФК «Система», ПАО «СПБ Биржа», ПАО «УК »Арсагера», ПАО «ЭсЭфАй», ПАО «ИК Русс-Инвест», ПАО Сбербанк, ПАО «РОСБАНК», ПАО «ОКС», ПАО АКБ «Авангард», АКБ «Приморье» (ПАО), ПАО «РосДорБанк», ПАО «МКБ» [104]. Учитывая ограниченное количество представленных котирующихся на рынке финансовых организаций, можно предположить, что потенциальный объект оценки не будет входить в вышеуказанный диапазон, следовательно, применение метода котировок будет невозможным.

В связи с ограниченностью и закрытостью российского рынка и отсутствием сопоставимых котирующихся компаний, применение метода компаний-аналогов для оценки отечественной компании скорее всего не будет представляться репрезентативным.

Кроме того, использование в расчетах зарубежных аналогов в текущих политических и макроэкономических условиях, может быть некорректно. В феврале 2022 г. Министерство финансов США приняло решение «заморозить» активы Банка России, которые хранились на территории США. В апреле 2022 г. Российская Федерация объявила, что из-за «заморозки» активов технически не может расплатиться по своим внешним обязательствам при фактическом наличии средств для их исполнения. Как следствие, кредитные и рейтинговые агентства резко понизили кредитный рейтинг Российской Федерации или отказались публиковать его. Иностранные инвесторы излишне пессимистично оценивают риски вложения в российские активы, что снижает уровень достоверности результата оценки.

Метод отраслевых коэффициентов также предполагает использование зарубежных аналогов: статистические издания (Duff & Phelps – Cost of Capital Navigator, Damodaran) предлагают рассчитанные коэффициенты для групп стран (например, группа «развивающиеся рынки») что приводит к искажению

полученных результатов, на российском рынке недостаточно компаний-аналогов для выведения среднего значения коэффициента.

В работе А.Ф. Глибина, Е.Д. Поповой [105] описаны причины, по которым сравнительный подход может быть несколько же сложно-и долгоприменим, как и доходный подход. Кроме сопоставимости аналогов по общепринятым факторам (отрасль, размер, рентабельность и другое), необходимо учитывать цифровую развитость бизнеса. Например, нужно учитывать, что компании-аналоги должны быть в одной группе классификации по подходу к цифровизации, характеристика подходов к цифровизации представлена в таблице 11.

Таблица 11 – Классификация компаний финансового сектора по подходу к цифровизации

Наименование	Краткая характеристика
Классический подход с цифровыми каналами	В традиционной физической модели внедрены отдельные элементы цифрового бизнеса. Преимущества: низкие издержки на цифровую трансформацию Недостатки: рост издержек на административный контроль взаимодействия классической модели и цифровых решений, сложности обновления цифровых решений
Цифровой филиал классической организации	У организации есть дочерняя бизнес-единица, которая включена в физическую бизнес-модель для того, чтобы разрабатывать и частично интегрировать цифровые решения, как следствие, разделение потоков клиентов в соответствии с их запросами. Преимущества: диверсифицированный, постепенный подход к цифровой трансформации, отработка проблем не на всей организации, а на бизнес-единице. Недостатки: сложность в обмене данными между бизнес-единицами, высокие издержки на содержание цифровой бизнес-единицы
Цифровой бренд	Компания позиционирует себя как стремящуюся к цифровому развитию. Преимущества: постепенная интеграция цифровых решений, рациональное использование средств на внедрение бизнес-единиц. Недостатки: длительность цифрового перехода, сложность прогнозирования развития компании, повышение затрат на постоянное обновление цифровых решений, низкая защищенность от киберугроз
Полностью цифровая организация	Полный отказ от физической бизнес-модели. Преимущества: полное следование цифровым трендам, максимально быстрое цифровое развитие, информационная прозрачность, развитие цифровых решений совместно с другими продуктами. Недостатки: высокие издержки на киберзащиту
Цифровая экосистема / финансовая метавселенная	Создание киберпространства при отсутствии конкуренции – совместная работа финансовых и нефинансовых компаний. Преимущества: полное удовлетворение потребностей клиента, максимальное цифровое развитие организации и партнеров, отсутствие конфликтов в интеграции цифровых решений. Недостатки: незащищенность личной информации клиентов, масштабирование киберугроз

Источник: составлено автором по материалам [106].

В частности, если организация полностью находится в онлайн (как например, АО «ТБанк»), то имеет смысл рассмотреть не только аналоги из подотрасли (кредитные организации), но и аналоги-цифровые компании, в том числе которые осуществляют услуги денежного посредничества.

Многие финансовые организаций образуют вокруг себя экосистему, где уже функционирует более одного бизнеса, или бизнес функционирует более чем в одной отрасли. Таким образом, при использовании сравнительного подхода для организации-экосистемы имеет смысл отобрать аналоги для каждого вида бизнеса (финансовые показатели, распределенные по секторам бизнеса, в общем случае представлены в годовых отчетах организаций).

В текущей рыночной ситуации, на которую воздействуют последствия экономической и политической ситуации на мировом рынке, вызванные началом специальной военной операции в Украине, применение сравнительного подхода нецелесообразно, поскольку отсутствует адекватное число компаний-аналогов, по которым известна цена сделки/предложения.

Затратный подход. Чаще всего оцениваемая компания является действующей, продолжение функционирования предполагается на неограниченно долгий срок, ввиду чего метод ликвидационной стоимости не применяется. И наоборот, если предполагается ликвидация компании, то метод ликвидационной стоимости является наиболее предпочтительным.

Метод чистых активов не позволяет полностью учесть перспективы развития бизнеса, индивидуальные риски, возможные изменения внутренней и внешней среды функционирования, стоимость нематериальных активов, которые могут формировать стоимость бизнеса в целом, то есть данный метод не учитывает самое главное в развитии компании – перспективный рост.

При определении стоимости заемных и выданных средств обычно проверяются условия их выдачи и выплаты на соответствие рыночным

данным. Однако кредитные организации (и финансовые организации, в целом), по сути, как раз и формируют собой рыночные условия, особенно системно значимые кредитные организации. Разумеется, многие кредиты, займы и депозиты выдаются не по рыночным условиям, исходя из различных целей, тем не менее, процесс определения стоимости вышеуказанных активов и обязательств остается дискуссионным и может быть предложен к дальнейшему изучению и проведению отдельного научного исследования.

Учитывая, что в рамках исследования рассматриваются финансовые организации, которые действуют в условиях цифровой трансформации, следовательно, предполагается их активное развитие и значительные капитальные вложения в цифровую инфраструктуру, оценка с точки зрения затрат не позволит учесть потенциал компании и перспективы развития.

Более того, учитывая, что исследование проведено с позиции, что цифровая составляющая в финансовых организациях может формировать значительную часть всего бизнеса (создавать большую части стоимости), то оценщик придет к выводу о необходимости переоценки нематериального актива, что скорее всего приведет к использованию доходного подхода. Поскольку выделение доходов и расходов, которые относятся только к конкретному нематериальному активу в общем случае достаточно затруднительно, то использование затратного подхода для бизнеса и доходного для нематериального актива представляется некорректным.

В части затратного подхода, наиболее правильным признано применение альтернативных методов, которые сочетают в себе доходный и затратный подход: модель ЕВО, метод Ж. Дермина (методы подробнее описаны далее в рамках настоящего параграфа).

Доходный подход. Метод прямой капитализации крайне редко применим к оценке финансовых организаций, поскольку экономическая ситуация Российской Федерации на момент проведения исследования находится в стадии крайней нестабильности, что не позволяет гарантировать стабильные темпы роста в будущем. Более того, поскольку на деятельность

организаций напрямую влияют экономическая и политическая ситуации в стране, и наоборот, необходимо осуществлять прогноз деятельности компании в зависимости от того, как будут меняться вышеуказанные условия. Тем не менее, метод прямой капитализации может быть применен для крупных устойчиво функционирующих организаций, например, ПАО Сбербанк, ПАО «Московская Биржа», особенно в условиях ограниченной информации, которая усугубляется тем, что в связи с началом специальной военной операции в 2022 г. кредитные организации временно не публиковали свою отчетность на сайте Банка России и на собственных официальных сайтах.

Доходный подход применим к оценке как стабильно действующих компаний, так и для предприятий, находящихся на стадии развития, наращивания масштабов деятельности. Доходный подход рекомендуется применять, когда существует достоверная информация, позволяющая прогнозировать будущие доходы, которые объект оценки способен приносить, а также связанные с объектом оценки расходы.

Поскольку в рамках исследования необходимо рассмотреть общие характеристики и особенности оценки организаций финансового сектора, предположим, что для оценки предполагается стабильно действующая компания. Тогда, наиболее рациональным представляется использование доходного подхода.

Особенности использования доходного подхода:

- Требуется выделить доходы и расходы, которые относятся к операционной деятельности. Большую часть прибыли финансовых организаций могут составлять доходы от участия на фондовом рынке. В данном случае необходимо: во-первых, определить можно ли такие доходы и расходы считать операционными; во-вторых, спрогнозировать будущее значение свободных денежных средств организации для того, чтобы определить доход от их использования на фондовом рынке. Более того, учитывая, что при определении рыночной стоимости объекта оценки оценщик

обязан следовать принципу наиболее эффективного использования, необходимо определить, использование каких финансовых инструментов будет наиболее эффективно (принесет наибольшую доходность).

- В общем случае необходимо прогнозирование бухгалтерского баланса организации, в том числе денежных средств, в таком случае необходимо учитывать нормативы, которые применяются на законодательном уровне к части финансовых организаций.

- При определении ставки дисконтирования необходимо учитывать специфические риски, связанные с цифровой трансформацией, которые подробнее описаны в параграфе 1.3.

- При применении доходного подхода к организациям финансового сектора всегда актуален вопрос о выборе типа денежного потока (на собственный или на инвестированный капитал), ведь у такого типа организаций кредиты и займы – суть основной деятельности, то есть заемные средства используются не по тому же назначению, что у нефинансовых компаний, что в свою очередь делает деление потоков на собственный и заемный капитал для организаций финансового сектора не совсем репрезентативным. Согласно исследованиям, в частности Т. Коупленда, Т. Коллера, ДЖ. Муррина [11], наиболее применим при стоимостной оценке финансовой организации денежный поток на собственный капитал, который определяется: «денежный поток по основной деятельности + источники поступления денежных средств – валютные денежные резервы» [32];

- Цифровая составляющая финансовой организации, которая скорее всего будет отражена на балансе в качестве нематериального актива, может быть некорректна отражена или вовсе не отражена.

Типичные проблемы учета нематериальных активов:

- Нематериальные активы могут быть неотделимы от материальных, например, компьютерная программа или программное обеспечение, которые не отделимы от компьютера будут учитываться полностью на стоимости компьютера в составе основных средств. В таком

случае необходимо провести анализ влияния на стоимость компьютера и программного обеспечения. Потенциально выдвигается гипотеза, что пренебрежение стоимостью компьютера для использования доходного подхода при расчете амортизации незначительно влияет на стоимость в пользу отдельного выделения стоимости, формирующейся за счет нематериального актива (программы).

- У нематериальных активов (далее – НМА) может отсутствовать первичная документация, то есть неизвестно, когда НМА введены в эксплуатацию и выведены из нее / будут выведены [107].

- НМА, созданные собственными силами, могут не отражаться как на балансе, так и на забалансе.

- Расходы и доходы, которые относятся к нематериальному активу / нематериальным активам, могут быть неотделимы от всех остальных расходов и доходов. Например, если для использования программы необходимо использование компьютера, то это увеличит расходы на электричество. Раздельный учет расходов на электроэнергию для НМА и остальных нужд, скорее всего, в компании не ведется.

Подтверждением вышесказанного является исследование, опубликованное в научной работе «Драйверы роста стоимости кредитных организаций в условиях цифровой трансформации», а именно – незначительный уровень корреляции между показателями «капитализация» и «величина НМА» (22%) [108].

Таким образом, наиболее предпочтительным для оценки стоимости финансовых организаций в условиях цифровизации является доходных подход, сравнительный предлагается к использованию в качестве проверки результатов доходного подхода, затратный подход рекомендован к использованию только в случае ликвидации.

Рассмотрим альтернативные методы оценки стоимости (методы, не указанные в Федеральном стандарте оценки «Подходы и методы оценки (ФСО V)») финансовых организаций.

На момент проведения исследования особой экономической неопределенности и цифровой трансформации классические модели стоимостной оценки могут не работать достаточно эффективно, быть нерепрезентативными, например, потому что сами оцениваемые компании не могут подтвердить планов развития [109] или у оценщика недостаточно данных для подтверждения макроэкономических прогнозов и тому подобное. Одним из вариантов нивелирования вышеуказанной неопределенности является применение сценарного подхода. Особенность использования цифровых инструментов – неопределенность их развития: часть компаний демонстрируют невероятный рост благодаря цифровым инструментам, другие – наоборот, даже снижение в начале, так как требуются значительные капитальные вложения, а положительный эффект будет продемонстрирован через какой-то промежуток времени. Таким образом, предлагается использовать несколько DCF-моделей, построенных для каждого конкретного варианта развития событий, далее результаты по вышеуказанным сценариям взвешиваются по вероятности наступления. Главный недостаток такого метода заключается в том, что вероятность наступления определяется экспертом или сотрудником компании самостоятельно, то есть данный фактор является субъективным. Однако составление даже нескольких сценариев повышает точность определения стоимости [110]. Построение нескольких сценариев возможно для любого предприятия, хотя бы на уровне нескольких вариантов прогноза макроэкономических факторов, в том числе темпа роста объема рынка цифровых услуг.

В работе Ж. Дермина [36] представлено четыре методики оценки стоимости финансовой организации на примере кредитной организации: рыночных мультипликаторов, дисконтированных дивидендов, дисконтированной стоимости будущих экономических прибылей, «фундаментальной оценки» (далее – метод Ж. Дермина, в целях исключения неточного трактования слова «фундаментальный» в названии метода). Первые

три метода используются в практике для оценки стоимости всех видов бизнеса, более того, активно используются в современной отечественной практике, метод Ж. Дермина – создан автором исключительно для определения стоимости финансовых организаций, на примере кредитных организаций. Преимущества указанного метода заключаются в возможности комплексного учета следующих ключевых факторов стоимости: трансфертное ценообразование, управление капиталом, ценообразование по кредитам и депозитам, изменение процентного риска. Метод Ж. Дермина заключается в оценке рыночной стоимости собственного капитала в два этапа: определение ликвидационной стоимости организации и определение рыночной стоимости лицензии на оказание услуг, что приводит к возможности утверждать, если при расчете получится такой результат, что будущие доходы от лицензии покроют стоимость обязательств, это гарантирует, что организация не будет вынуждена стать банкротом из-за невозможности отвечать по своим обязательствам.

С.Ю. Богатырев и С.С. Добрынин [37] считают наиболее репрезентативным в использовании метод модели Эдвардса-Белла-Ольсона в рамках доходного подхода. Преимущество использования вышеуказанной модели выражается в возможности учета качественных факторов, таких как санкции, введенные против Российской Федерации со стороны недружественных стран.

О.Н. Салманов [111] предлагает использовать «регрессионный метод» сравнительного подхода (далее – метод рынка-капитала с применением регрессии), который подразумевает вычисление мультипликатора P/E в зависимости от значений темпа роста прибыли и коэффициента бета, P/BV – в зависимости от значений рентабельности собственного капитала и коэффициента бета. Методика применения регрессионного метода: построение регрессионной модели по данным компаний-аналогов, затем использование построенной регрессии для вычисления значения мультипликатора, далее вычисление стоимости компании согласно

классической методологии.

Предлагается использование нефинансовых показателей в мультипликаторах при использовании сравнительного подхода, связанных с цифровым развитием организации, например:

- индекс цифровизации банка (согласно исследованию SDI360 «Исследование цифровой зрелости розничных банков – 2023» [112], для всех кредитных организаций – количество транзакция, совершенных с помощью цифровых решений и т.п.);

- размер страховых премий, взносов, по договорам страхования, заключенным путем обмена информацией в электронной форме.

Анализ применимости методов оценки при оценке стоимости организаций финансового сектора в условиях цифровизации приведен в таблице 12.

Таблица 12 – Иерархия применения методов оценки для определения стоимости компаний финансового сектора в зависимости от целей оценки

Цель оценки	Первая очередь	Вторая очередь	Третья очередь
Ликвидация банка	Метод ликвидационной стоимости	-	-
Определение нижнего порога стоимости	Метод Ж. Дермина	-	-
Общий случай: определение, рыночной стоимости	Метод дисконтированных дивидендов, метод рынка капитала с применением взвешенного показателя	Метод рынка капитала, метод рынка капитала с применением регрессии	Метод сделок, модель ЕВО, метод чистых активов

Источник: составлено автором.

Балльная система оценки применимости методов оценки для определения стоимости кредитных организаций представлена в приложении И.

Методика балльной системы оценки применимости методов оценки для определения стоимости кредитных организаций в зависимости от целей

стоимостной оценки:

1) Анализ применимости подходов и методов оценки стоимости к компаниям финансового сектора в условиях цифровизации по следующим критериям (критерии – ограничения проведения оценки): 0 – ограничение отсутствует; 1 – ограничение присутствует (возможность учесть цифровую составляющую, сложность математического применения, отсутствие, в том числе частично, необходимой информации в открытых источниках информации, дополнительное ограничение с комментариями, какие именно дополнительные ограничения присутствуют).

2) Определение приоритетности выбора методов оценки для определения стоимости компаний финансового сектора в условиях цифровизации на основе балльной системы оценки: сложение всех ограничений оценки, (подробнее описано в пункте 1 настоящей методики), соответственно, методы с меньшим количеством ограничений являются более приоритетными.

3) Определение иерархии применимости методов оценки в зависимости от цели оценки: существуют ограничения использования подходов и методов, связанные с целью оценки, например, при ликвидации предприятия могут быть использованы не все методы стоимостной оценки.

На основании балльной системы оценки применимости методов оценки для определения стоимости организаций финансового сектора сформирована иерархия применения методов оценки в зависимости от различных целей оценки.

В условиях цифровой трансформации финансового сектора, сделан вывод о приоритетности использования метода дисконтированных дивидендов и метод рынка капитала с применением взвешенного показателя по подходам к цифровизации, подробнее методы описаны далее в рамках настоящего параграфа исследования. Иерархия применения методов оценки для определения стоимости компаний финансового сектора в зависимости от целей оценки представлена в таблице 13.

Таблица 13 – Применимость методов оценки стоимости компаний финансового сектора в условиях цифровизации

Подход	Метод	Общие ограничения использования	Ограничения в условиях цифровизации
Классические методы			
Затратный	Чистых активов	Не учитывает доходность бизнеса	Наличие информации о нематериальных активах финансовой организации - управленческая отчетность
	Ликвидационной стоимости	Не учитывает доходность бизнеса, применим только при ликвидации	
Сравнительный	Метод сделок	Необходимо наличие достаточного количества сделок на рынке	Ограниченное количество сделок с финансовыми организациями, без учета принудительных слияний и поглощений, еще меньше сделок с организациями, которые находятся в активной фазе цифрового развития
	Метод рынка-капитала	Необходимо наличие достаточного количества компаний-аналогов	Высокая волатильность цен акций на рынке, в том числе ввиду цифровой трансформации
Доходный	Дисконтированных дивидендов	Наличие адекватной и достоверно информации для построения денежных потоков	Дивиденды в период активной цифровой трансформации могут не выплачиваться, так как все средства идут в инвестиции, а собственники удовлетворены доходностью в виде роста цены акции
	Дисконтированных денежных потоков	Не применимо для компаний финансового сектора	
	Капитализации	Применимо только для компаний, которые находятся на стадии стабильного функционирования, а не роста	Не учитывает значительный темп роста от внедрения цифровых решений
Сравнительный подход	Метод рынка капитала с применением регрессии	Математически сложно реализуем	-
Альтернативные методы			
Сценарный подход	-	-	Макроэкономические прогнозы, на которых основывается метод, публикуются с временным лагом после произошедших изменений, что делает их менее репрезентативными
Сочетание доходного и затратного подходов	Модель ЕВО (Э.О. Эдвардса, Ф.У. Белла, Дж. А. Ольсона)	Нет единого подхода к определению стоимости чистых активов финансовой организации. Не учитывает ряд фундаментальных экономических показателей	
	Метод Ж. Дермина	Недооценка активов и обязательств	Не учитываются выгоды от внедрения цифровых технологий, особенно, в части непроцентных доходов
Сравнительный подход	Метод рынка капитала с применением регрессии	Математически сложно реализуем	-

Источник: составлено автором по материалам [1; 36; 37; 110; 111].

При применении сравнительного подхода рекомендуется использовать не только финансовые мультипликаторы, но и натуральные, например, EV/Индекс Цифровизации, EV/размер страховых премий, взносов, по договорам страхования, заключенным путем обмена информацией в электронной форме для того, чтобы учесть цифровую составляющую банковского бизнеса.

2.2 Совершенствование методов доходного подхода для оценки стоимости организаций финансового сектора в условиях цифровой трансформации

В настоящем параграфе исследования приводится анализ применимости различных методов оценки стоимости в доходном подходе для финансовых, в частности, кредитных и страховых организаций в условиях цифровой трансформации, указаны основные ограничения, описаны преимущества использования того или иного метода.

Будет приведена методика проведения оценки финансовых организаций различными методами в условиях цифровой трансформации с учетом основных векторов цифровых стратегий компаний финансового сектора, характеристик указанных компаний в современных экономических условиях как объектов оценки, в том числе в рамках цифровой трансформации, факторов роста стоимости кредитных и страховых организаций, в том числе в рамках цифровой трансформации, которые подробнее представлены в параграфе 1.3.

Доходных подход: метод капитализации. Поскольку метод капитализации предполагает, что долгосрочный темп роста компании будет постоянным после даты оценки, что исключает изменения на стадии активного внедрения цифровых решений, предлагаются в качестве рекомендаций по совершенствованию методов оценки стоимости компаний финансового сектора методом капитализации пункты, указанные далее при описании рекомендаций для метода дисконтирования дивидендов

на стадиях определения ставки дисконтирования и итоговых корректировок.

Доходных подход: метод дисконтированных дивидендов. В общем случае, методика проведения метода дисконтированных дивидендов выглядит следующим образом:

1) Анализ наиболее эффективного использования. Согласно п. 14 Федерального стандарта оценки «Виды стоимости (ФСО II)», одной из предпосылок рыночной стоимости является предположение, что в качестве использования выбрано наиболее эффективное использование (далее – НЭИ). Таким образом, необходимо доказать, что наибольшую выгоду организация принесет, продолжая свою операционную деятельность. В условиях цифровой трансформации возможна ситуация, когда преимущественная часть выручки будет поступать от сопутствующих онлайн-услуг, тем не менее, появляется задача обосновать, почему организации необходимо продолжать осуществлять в том числе свою операционную деятельность. Например, осуществление дополнительных онлайн-услуг не будет востребованным, если бизнес не будет предлагать в первую очередь осуществление банковских операций, для которых требуется лицензия, следовательно, предложение данных услуг всегда будет ограничено. Для целей обоснования маржинальности тех или иных предлагаемых услуг и / или товаров необходимо использовать выводы, сделанные по итогам пункта три настоящей методики, а также анализа эффективности прогнозов, который представлен в пункте четыре настоящей методики. Тем не менее, возникает много вопросов, которые требуют дополнительного исследования, обсуждения и фиксации на государственном, законодательном, уровне относительно НЭИ: например, средняя рентабельность разная для разных отраслей, значит ли это, что необходимо бизнесу изменить отрасль деятельности. В ходе пленарного заседания XIV Международной научно-практической конференции «Стоимостная оценка в Российской Федерации: новые вызовы и перспективы», Булычева Г.В., председатель Экспертного совета Ассоциации СМАО, член Рабочего органа совета по оценочной деятельности по стандартам оценки, сообщила,

что под НЭИ для бизнеса понимается отсутствие планов, вынужденных мер, по реорганизации и ликвидации.

2) Выбор подхода и метода определения стоимости. Анализ применимости подходов и методов к определению стоимости в условиях цифровой трансформации приведен в параграфе 2.1.

3) Выбор денежного потока. В финансовом менеджменте принято относить привилегированные акции к заемному капиталу, так как при фиксированности дивидендов этот элемент капитала является нагрузкой на получаемые денежные потоки, увеличивает финансовый рычаг и финансовый риск владельцев обыкновенных акций, при этом привилегированные акции так или иначе являются акциями, иными словами, их доходность определяется, прежде всего, уровнем финансового результата акционерного общества (дивиденды на привилегированные акции рассчитываются, исходя из базового размера чистой прибыли к распределению).

4) Прогноз основных макроэкономических показателей. Выбор макроэкономических факторов, требующих прогноза, обуславливается выбором подхода и метода оценки, а также методики проведения оценки. На примере кредитных организаций доказано, что основной статьей доходов является «процентные доходы», их прогноз предложено построить на основании прогноза величины кредитного портфеля банка, которая является фактором роста стоимости кредитной организации, которую в свою очередь предложено прогнозировать как долю от кредитного портфеля банковского сектора Российской Федерации. Доказано влияние динамики величины ВВП на величину кредитного портфеля банковского сектора, обоснование влияния представлено в параграфе 1.3 исследования. Таким образом, при прогнозировании основных макроэкономических показателей необходимо в том числе осуществить прогноз ВВП Российской Федерации. Учитывая увеличение количества онлайн-услуг в банковском секторе, при наличии информации, необходимо построить прогноз темпа роста цифровизации банковского сектора и / или темпа роста цифровых услуг

(при возможности, отдельно в финансовом и / или банковском секторе). В общем случае прогнозируются такие макроэкономические показатели как: темп роста инфляции, темп роста номинальной заработной платы, темп изменения тарифов и прочее.

5) Анализ ретроспективных данных компании. Финансовый анализ компании финансового сектора, как и компании любого другого сектора, включает в себя вертикальный и горизонтальный анализ бухгалтерского баланса, отчета о финансовых результатах, анализ качества активов и обязательств, анализ рентабельности и прочее. На примере кредитной организации, демонстрируем особенности финансового анализа компаний финансового сектора: необходимо провести анализ показателей достаточности капитала (абсолютных и относительных) и показателей качества активов по степени риска, ликвидности, доходности, диверсифицируемости. Учитывая цифровую трансформацию, требуется проведение анализа операций (в натуральном и денежном выражении), которые реализуется через цифровые каналы, сравнить получившиеся результаты с прогнозируемыми и фактическими темпами роста макроэкономических показателей (темпом цифровизации банковского сектора, темпом роста цифровых услуг).

6) Прогноз бухгалтерского баланса. В общем случае, при прогнозировании денежных потоков организаций не требуется прогноз бухгалтерского баланса. Однако в целях определения стоимости финансовой организации первым этапом служит именно прогнозирование бухгалтерского баланса, поскольку далее от величины статей бухгалтерского баланса будут определяться статьи доходов и расходов, в том числе основной статьи поступлений – процентных доходов.

7) Прогноз процентных доходов в зависимости от размера кредитного портфеля.

8) Прогноз темпа роста кросс-продаж, роста числа клиентов и оборота транзакций от внедрения цифровых решений.

9) Прогноз непроцентных доходов.

10) Анализ соответствия темпа роста доходов при учете внедрения цифровых решений рыночным данным.

11) Прогноз процентных платежей в зависимости от размера депозитного портфеля (размер потенциального размера депозитного портфеля формируется в зависимости от размера кредитного портфеля и доли необходимых резервов).

12) Прогноз прочих расходов с учетом оптимизации, связанной с цифровизацией бизнеса.

13) Прогноз расходов на проведение цифровой трансформации бизнеса с учетом экономических выгод, получаемых от реализации данной программы.

14) Прогноз капитальных вложений и амортизации.

15) Анализ получившихся (прогнозных) показателей рентабельности на соответствие рыночным данным.

16) Прогноз будущей деятельности при различных сценариях.

Различные сценарии представляют собой повторение пунктов 5-8, 10-13 настоящей методики с изменением части параметров, по которым присутствуют в открытых источниках информации диапазоны прогнозных значений или по которым заказчик предоставил несколько сценариев развития (например, варианты цифровой стратегии, сценарии макроэкономического развития, сценарии цифрового развития сектора).

17) Определение ставки дисконтирования: выбор модели расчета ставки дисконтирования и определение всех элементов, согласно традиционной методике определения ставки дисконтирования.

Согласно ФСО V «Подходы и методы оценки», «ставка дисконтирования отражает ожидаемую участниками рынка, или конкретными участниками сделки, или конкретным пользователем, в соответствии с определяемым видом стоимости, ставку доходности, норму прибыли, на инвестиции с сопоставимым риском».

Обыкновенные акции. Расчет ставки дисконтирования для денежного потока на собственный капитал по модели CAPM.

Привилегированные акции. «Как правило при определении средневзвешенной ставки по модели WACC для оценки бизнеса методом дисконтирования денежных потоков для всего инвестированного капитала, в литературе можно встретить рекомендации: в качестве затрат на привлечение капитала за счет выпуска привилегированных акций использовать норму их дивидендной доходности» [11]. Однако такой подход, особенно в российских условиях, не представляется вполне корректным: данный подход возможен только в случае оценки давно и устойчиво функционирующего предприятия, занявшего определенную позицию на традиционном и развитом рынке в условиях стабильной экономики.

Норма дивидендных выплат российских эмитентов крайне невелика и значительно меньше уровня ставок привлечения заемных средств [117].

Анализ дивидендных выплат по котирующимся привилегированным акциям российских эмитентов, представленных на Московской Бирже, показывает их достаточно небольшое количество и преимущественно осуществление деятельности вне финансовой отрасли.

Привилегированные акции, по своей экономической сути имеют природу как долговых, так и корпоративных финансовых инструментов. Принимая во внимание, что в целом привилегированные акции как эмиссионные ценные бумаги по своим финансово-экономическим характеристикам близки к облигациям. Ключевые отличия привилегированных акций и облигаций: а) купонный доход в отличие от дивидендов, с одной стороны, обеспечивает меньшую доходность, с другой – является в большей мере гарантированным; б) облигация не может трансформироваться в иную ценную бумагу тогда как привилегированные акции в случае невыплаты по ним дивидендов приобретают право голоса, то есть становятся обыкновенными; в) в случае ликвидации акционерного общества владельцы привилегированных акций в соответствии со ст. 23 Федерального закона от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» имеют приоритет перед владельцами облигаций при распределении

имущества ликвидируемого общества. Необходимо исследовать рынок корпоративных облигаций, выпущенных российскими предприятиями. Поскольку финансовый сектор достаточно широк, предлагается анализ подсектора в зависимости от оцениваемой компании – «банки», «лизинговые организации», «страховые организации» и другое. Данные по привилегированным акциям российских эмитентов, представленных на Московской Бирже, указаны в таблице 14 (данные за 2023-2024 гг. отсутствуют по состоянию на дату проведения исследования).

Тем не менее привилегированная акция является несколько более рисковым инструментом, чем облигация, прежде всего, за счет элемента неопределенности в аспекте получения дохода на акцию относительно купонного дохода на облигацию, в связи с этим, необходимо учитывать специфический риск по итогам анализа ретроспективной выплаты дивидендов на привилегированные акции.

Таблица 14 – Данные по привилегированным акциям российских эмитентов, представленные на Московской Бирже

Полное фирменное наименование эмитента	ИНН	Рег. номер выпуска/ ISIN	Дивидендная доходность за 2020 г., в процентах	Дивидендная доходность за 2021 г., в процентах	Дивидендная доходность за 2022 г., в процентах
ПАО «Мечел»	7703370008	2-01-55005-E	1,58	Не рассчитывается	Не рассчитывается
ПАО «Российские сети»	7728662669	2-01-55385-E	2,9	Не рассчитывается	н/д
ПАО «Ростелеком»	7707049388	2-01-00124-A	6,19	5,16	Не рассчитывается
ПАО Сбербанк	7707083893	20301481B	8,96	н/д	19,16
ПАО «Сургутнефтегаз»	8602060555	2-01-00155-A	18,08	11,77	3,47
ПАО «Татнефть» им. В.Д. Шашина	1644003838	2-03-00161-A	4,25	8,81	17,3
ПАО «Транснефть»	7706061801	2-01-00206-A	6,56	7,0	15,04

Источник: составлено автором по материалам [118].

Определение специфических рисков, связанных с цифровизацией. Обоснование критериев, указанных далее, приведено в параграфе 1.3 исследования. Размер риска по каждому критерию определяется экспертно, однако необходимо указать объективные факторы, которые влияют на степень данного риска, то есть факторы, которые стоит проанализировать, прежде чем устанавливать величину риска:

– Кибербезопасность. Анализ частоты подвержения организации кибератакам, какие последствия наступают. Более того, согласно исследованиям, именно системно-значимые кредитные организации (далее – СЗКО) все чаще подвергаются кибератакам, следовательно, для них риск повышается. Динамика киберугроз, кибератак, банковской системы Российской Федерации за 2016-2021 гг. представлена в таблице 15 (за 2022-2024 гг. данные не представлены в открытых источниках по состоянию на дату проведения исследования).

Таблица 15 – Динамика киберугроз, кибератак, банковской системы Российской Федерации за 2016-2021 гг.

Показатели	В единицах					
	2016 г.	2017 г.	2018 г.	2019 г.	2020 г.	2021 г.
Общее количество реализованных киберугроз, кибератак, на субъекты банковской системы, в том числе:	489	514	687	1 723	968	1 154
Количество КО на 1 декабря	635	567	490	444	411	370
Среднее количество кибератак на 1 ед. КО	1	1	1	4	2	3
Банк России	...	1	2	4	...	3
Системно значимые кредитные организации	12	9	16	29	18	19
Количество СЗКО на 31 декабря	10	11	10	10	11	13
Среднее количество кибератак на 1 ед. СЗКО	1	1	2	3	2	1
НКФО, включая финтех-компании	153	97	181	811	175	414

Источник: составлено автором по материалам [119].

- Стратегия цифрового развития (наличие векторов развития цифровой трансформации в общей стратегии развития компании, период, на который составляется стратегия, доступность стратегии в открытых источниках информации).

- Присутствие компании в социальных сетях и высокая открытость интернет-сайта (возможность выполнения одной и той же операции на разных цифровых платформах, скорость обработки информации на сайте, можно проверить с помощью специальных сайтов, например, <https://loading.express/>; <https://pagespeed.web.dev/>).

- Цифровая культура (количество приложений, динамика количества филиалов и представительств).

- Риски, связанные с подходом к цифровизации бизнеса (подробно описаны в параграфе 1.3 исследования).

В соответствии с «методом кумулятивного построения ставки дисконтирования» [120], учитываются следующие факторы риска, принимающие значение от 0% до 5%.

Специфический риск, в том числе связанный с цифровой трансформацией, может изменяться от года к году прогнозного периода. В главе 1 исследования проанализированы стратегии развития различных кредитных организаций, таким образом, если в распоряжении оценщика имеется доступ к цифровой стратегии кредитной организации, есть возможность проанализировать потенциальные будущие риски, связанные с цифровой трансформацией, в связи с появлением новых цифровых инструментов.

Применение методики определения несистематического риска, связанного с цифровым развитием компании подробно описано далее, а также представлено в таблице 16.

Этап 1. Определение степени риска по каждому из приведенных критериев, где 1% – крайне незначительный, присутствуют действия по предотвращению рисков или снижению негативных эффектов от них;

5% – многовероятный, компания подвержена описываемым событиям, отсутствуют действия по предотвращению рисков или снижению негативных эффектов от них (необходимо поставить цифру «1» в соответствующую ячейку таблицы; в случае, если данный риск полностью отсутствует, строка не заполняется).

Таблица 16 – Методика определения несистематического риска, связанного с цифровым развитием организации (условный пример)

Оценка несистематических рисков	Оценка риска				
	1	2	3	4	5
Кибербезопасность	1	-	-	-	-
Стратегия цифрового развития	-	1	-	-	-
Присутствие организации в социальных сетях и высокая открытость интернет-сайта	-	1	-	-	-
Цифровая культура	1	-	-	-	-
Риски, связанные с подходами к цифровизации организации	1	-	-	-	-
Прочее	-	1	-	-	-
Количество наблюдений	3	3	0	0	0
Взвешенный итог	3	6	-	-	-
Итого	9				
Количество факторов	6				
Итоговое значение премии за риск для организации	1,5				

Источник: составлено автором.

Методика определения размера специфического риска по каждому из критериев представлена далее.

Кибербезопасность. Критерии определения специфического риска по направлению «кибербезопасность» представлены в таблице 17.

Таблица 17 – Критерии определения специфического риска по направлению «кибербезопасность»

[illegible]

Продолжение таблицы 17

1	2	3	4	5	6	7
Эффект кибератаки	незначительный				значительный	
Компания заранее страхует риски потенциальной возможности кибератаки	да				нет	
Краткая характеристика соответствия критериям	-	выполнение одного условий из трех, кроме варианта при размере специфического риска в размере «4%»	выполнение одного условий из трех, кроме варианта при размере специфического риска в размере «4%», другие условия выполняются частично	выполнение двух условий из трех	-	-

Источник: составлено автором.

Проведя анализ динамики киберугроз, кибератак банковской системы Российской Федерации за 2016-2021 гг., составлены диапазоны количества кибератак, которые условно для целей дальнейшего повествования именуется «средними», «допустимыми» (информация за 2022-2024 гг. отсутствует по состоянию на дату проведения исследования, информация о динамике киберугроз всех компаний финансового сектора отсутствует в открытых источниках информации):

- общий диапазон для всех субъектов: от 1 ед. до 4 ед. в год;
- в частности, для СЗКО: от 1 ед. до 3 ед. в год.

Стратегия цифрового развития:

– «0» – стратегия развития компании отдельно затрагивает цифровое развитие, период цифрового развития не превышает период финансового прогноза, цифровая стратегия развития представлена в открытых источниках информации;

– «1» – стратегия развития компании частично затрагивает цифровое развитие, период цифрового развития превышает период

финансового прогноза, цифровая стратегия развития частично представлена в открытых источниках информации;

- «2» – стратегия развития компании частично затрагивает цифровое развитие, период цифрового развития превышает период финансового прогноза, цифровая стратегия развития частично представлена в открытых источниках информации;

- «3» – стратегия развития компании частично затрагивает цифровое развитие, период цифрового развития компании превышает период финансового прогноза, цифровая стратегия развития не представлена в открытых источниках информации;

- «4» – стратегия развития компании не затрагивает цифровое развитие, период цифрового развития превышает период финансового прогноза, цифровая стратегия развития не представлена в открытых источниках информации;

- «5» – стратегия развития компании не затрагивает цифровое развитие, период цифрового развития не указан, цифровая стратегия развития не представлена в открытых источниках информации.

Присутствие компании в социальных сетях и высокая открытость интернет-сайта:

- «0» – организация предлагает полный перечень услуг на различных цифровых инструментах (сайт, приложение, чат-бот и тому подобное), скорость обработки информации не превышает среднерыночный уровень (необходимо провести анализ);

- «1» – организация не может предоставить полный перечень услуг менее, чем на 25% всех цифровых инструментов, скорость обработки информации не превышает среднерыночный уровень;

- «2» – организация не может предоставить полный перечень услуг менее, чем на 25% всех цифровых инструментов, скорость обработки информации незначительно превышает среднерыночный уровень;

- «3» – организация не может предоставить полный перечень услуг

менее, чем на 25% всех цифровых инструментов, скорость обработки информации превышает среднерыночный уровень;

- «4» – организация не может предоставить полный перечень услуг менее, чем на 50% всех цифровых инструментов, скорость обработки информации превышает среднерыночный уровень;

- «5» – организация не может предоставить полный перечень услуг на каждом из цифровых инструментов, скорость обработки информации значительно превышает среднерыночный уровень.

Цифровая культура:

- «0» – организация может предложить несколько приложений интернет-банкинга (более 1), приложения работают на нескольких операционных системах, динамика количества филиалов и представительств демонстрирует тенденцию снижение;

- «1» – организация располагает несколькими приложениями интернет-банкинга, но приложения работают только на определенной операционной системе, количество филиалов и представительств сокращается;

- «2» – организация не располагает несколькими приложениями интернет-банкинга, приложение работает на нескольких операционных системах, количество филиалов и представительств сокращается;

- «3» – организация не располагает несколькими приложениями интернет-банкинга, приложение работает на нескольких операционных системах, количество филиалов и представительств стабильно;

- «4» – организация не располагает несколькими приложениями интернет-банкинга, приложение работает только на определенной операционной системе, количество филиалов и представительств стабильно;

- «5» – организация не располагает несколькими приложениями интернет-банкинга, приложение работает только на определенной операционной системе, динамика количества филиалов и представительств демонстрирует рост.

Риски, связанные с подходом к цифровизации бизнеса:

- для подхода «классическая организация с цифровыми каналами»: «0» – рост издержек на административный контроль не превышает положительный эффект от развития цифровых каналов, сформирован подход к обновления цифровых решений, который не порождает «ошибки», перебои, в совместном функционировании классической модели бизнеса и цифровых каналов, низкие издержки на цифровое развитие; «5» – рост издержек на административный контроль превышает положительный эффект от развития цифровых каналов, нет единого подход к обновления цифровых решений, как следствие, перебои в совместном функционировании классической модели бизнеса и цифровых каналов, значительные издержки на цифровое развитие;
- для подхода «цифровой филиал классической организации»: «0» – настроены каналы обмена информации между бизнес-единицами, относительно низкие издержки на создание / развитие цифровой бизнес-единицы, которые не превышают положительный эффект от внедрения цифровой бизнес-единицы, проблемы, возникающие в связи с цифровизацией, оказывают негативное воздействие в первую очередь на цифровую бизнес-единицу, а не на классическую единицу; «5» – нет установленных каналов обмена информации между бизнес-единицами, высокие издержки на создание/развитие цифровой бизнес-единицы, которые превышают положительный эффект от внедрения цифровой бизнес-единицы, проблемы, возникающие в связи с цифровизацией, оказывают негативное воздействие не только на цифровую бизнес-единицу, но и на классическую единицу;
- для подхода «цифровой бренд»: «0» – период цифрового перехода не превышает период финансового прогноза организации, цифровые и финансовые прогнозы организации являются подтвержденными ретроспективной информацией, внешними экспертами и динамикой рынка, относительно небольшое количество кибератак, затраты на постоянное

обновление цифровых решений не превышают положительный эффект от их внедрения; «5» – период цифрового перехода превышает период финансового прогноза организации, цифровые и финансовые прогнозы организации не могут быть подтверждены ретроспективной информацией компании, внешними экспертами и динамикой рынка, значительное количество кибератак, затраты на постоянное обновление цифровых решений превышают положительный эффект от их внедрения;

– для подхода «полностью цифровая организация»: «0» – относительно невысокие издержки на киберзащиту, соответствие трендам рынка, информационная прозрачность, цифровые продукты развиваются совместно с другими продуктами; «5» – высокие издержки на киберзащиту, несоответствие трендам рынка, отсутствие информационной прозрачности, цифровые продукты не развиваются совместно с другими продуктами;

– для подхода «цифровая экосистема / финансовая метавселенная»: «0» – личная информация клиентов защищается компанией, относительно небольшое количество кибератак, кибератаки не затрагивают одновременно несколько бизнес-единиц в экосистеме / метавселенной; «5» – организация не предпринимает шагов по защите личной информации клиентов, относительно значительное количество кибератак, кибератаки затрагивают одновременно несколько бизнес-единиц в экосистеме/метавселенной.

Промежуточные значения риска для всех подходов к цифровизации («1%», «2%», «3%», «4%») подразумевают выполнение не всех указанных критериев, определяются исполнителем самостоятельно, исходя из статистики выбранных аналогов и оцениваемой компании (ранжируются).

Этап 2. Определяется общее количество наблюдений по каждому значению риска (столбцу; то есть суммируются единицы).

Этап 3. Определение взвешенного итога: каждое значение риска (наименование столбцов – «1», «2» и так далее) умножается

на соответствующее количество наблюдений.

Этап 4. Определение общего количества взвешенных итогов (сумма по строке «Взвешенный итог»).

Этап 5. Определение общего количества факторов (сложение всех единиц наблюдения в таблице, цифр «1»).

Этап 6. Определение итогового значения премии за специфический риск для компании, связанного с цифровизацией, путем деления общего количества взвешенных итогов на общее количество факторов.

Расчет премии за специфический риск для компании, связанного с цифровизацией, представлен формулой (3)

$$S1 = \frac{\sum x_i \times v_i}{n}, \quad (3)$$

где $S1$ – премии за специфический риск для компании, связанного с цифровизацией);

x_i – количество наблюдений по i -значению величины риска;

v_i – значение величины риска от «1%» до «5%»;

n – общее количество факторов.

18) Определение стоимости в постпрогнозный период.

Предлагается использование модели Гордона. Справочно: в качестве долгосрочного темпа роста предлагается использовать значение, рассчитанное с помощью математического моделирования с подбором параметра, темпа роста, при котором стоимость дисконтированных денежных потоков начиная с первого периода после прогнозного периода до года, который является последним, по которому имеется прогнозы инфляции, темпа роста цифровизации, темпа роста банковского сектора или другого выбранного параметра, с учетом планируемого ежегодного темпа роста выбранного параметра плюс терминальная стоимость постпрогнозного периода равна

стоимости, полученной при капитализации потока в последний год прогнозного периода с учетом полученного темпа роста.

19) Расчет дисконтированных дивидендов.

20) Анализ полученных результатов.

21) Применение итоговых корректировок. А.Л. Рожковский [40] предлагает использовать следующие корректировки: «капитализация расходов, обеспечивающих создание и наращивание интеллектуального капитала», «восстановление резервов, создаваемых по кредитным обязательствам заемщиков», корректировка «на суммы нереализованных переоценок иностранной валюты, ценных бумаг и прочих активов и обязательств».

2.3 Совершенствование методов сравнительного и затратного подходов оценки стоимости организаций финансового сектора в условиях цифровой трансформации

Рассмотрим далее анализ применимости различных методов оценки стоимости в сравнительном подходе для организаций финансового сектора в условиях цифровой трансформации.

Метод компании-аналога сравнительного подхода реализуется по методике, представленной далее.

Шаг 1. Сбор информации и формирование базы исходных данных, необходимых для проведения оценки.

Шаг 2. Формирования выборки аналогов:

- анализ соответствия аналогов оцениваемой компании по финансовым показателям: рентабельность, темп роста прибыли, величине капитала и тому подобное;

- анализ соответствия аналогов оцениваемой компании в рамках цифрового развития: индекс цифровизации, цифровая стратегия.

Шаг 3. Расчет и сопоставление различных финансовых показателей

оцениваемой компании и аналогов, выявление наиболее схожих и составление окончательного списка аналогов.

Шаг 4. Выбор и расчет значений ценовых мультипликаторов:

- выбор и расчет значений финансовых мультипликаторов: P/BV , P/E ;
- выбор и расчет значений нефинансовых, натуральных, мультипликаторов: $P/\text{Индекс цифровизации}$, $P/\text{Количество транзакций через цифровые решения}$.

Шаг 5. Анализ полученных значений ценовых мультипликаторов, их корректировка с целью достижения сопоставимости оцениваемой компании и аналогов, определение рыночной стоимости организации.

У оценщика не всегда есть возможность применения натуральных мультипликаторов для отражения разницы цифровой составляющей бизнеса. В таком случае, предлагается использовать корректировку на цифровизацию. Методика расчета корректировки идентична методике расчета стандартной корректировки на размер компании. Например, есть основания полагать, что цифровая составляющая бизнеса дает преимущества оцениваемой компании, в таком случае, корректировка на цифровизацию будет рассчитываться как разница между индексом цифровизации оцениваемой организацией и компанией-аналогом, разница выражается в процентах.

В частности предлагается рассчитать средневзвешенный по факторам цифрового развития мультипликатор, методика определения которого представлена далее:

1) Каждому из подходов к цифровизации, которые подробнее описаны в параграфе 1.3 исследования, присваивается вес в зависимости от степени перехода к цифровому формату и развитости, соответственно, «Классический с цифровыми каналами» – вес «1», «Цифровая экосистема / финансовая метавселенная» – вес «5».

2) Для каждого аналога и оцениваемой компании рассчитывается уровень соответствия подходу к цифровизации от «1» до «5» (определяется

экспертно), выполнение данного условия необходимо для всех подходов к цифровизации по каждому аналогу, поскольку чаще всего компании совмещают элементы различных подходов.

3) Для каждого аналога определяется средневзвешенный показатель цифровизации по весу подхода, то есть для каждого аналога и оцениваемой компании рассчитывается сумма произведений уровня соответствия подходу и веса, деленная на сумму весов подходов.

Метод сделок сравнительного подхода реализуется по следующей методике:

Шаг 1. Идентичен первому шагу методики метода компании-аналога.

Шаг 2. Формирование выборки сделок.

Во-первых, необходимо проанализировать компании-цели в выбранных сделках по критериям, идентичным для сравнения компаний-аналогов при применении сравнительного подхода метода рынка капитала. Во-вторых, необходимо проанализировать спекулятивную составляющую сделки. Если компания приобретена не по рыночным условиям, то рассчитанный мультипликатор не будет отражать рыночную ситуацию. Например, когда банк вынужден участвовать в сделке купли-продажи, иначе он станет банкротом или когда сделка происходит принудительно по распоряжению Банка России. Методика расчета средневзвешенного показателя цифровизации по весу подхода представлена в таблице 18.

Таблица 18 – Методика расчета средневзвешенного показателя цифровизации по весу подхода (условный пример)

Подход к цифровизации	Вес	Аналог 1	Аналог 2	В процентах	
				...	Аналог n
Классический с цифровыми каналами	1	5	5	...	5
Цифровой филиал	2	5	5	...	5
Цифровой бренд	3	5	4	...	3
Полностью цифровая организация	4	0	0	...	0
Цифровая экосистема / финансовая метавселенная	5	3	2	...	1
Средневзвешенные показатели цифровизации по весу подхода	-	3	2,47	...	1,93

Источник: составлено автором.

В-третьих, учитывая, что в рамках исследования рассматриваются финансовые организации, которые находятся в стадии активного цифрового развития, необходимо проанализировать всю доступную информацию по сделке (особенно данные относительно ее цели). Возможно, приобретается компания с целью получения нематериальных активов (цифровых решений), например, программного обеспечения по оценке ипотеки. Понимая цель сделки, имеется возможность сделать вывод о репрезентативности сделок для оцениваемой организации в качестве аналогов при реализации сравнительного подхода, в том числе с учетом целей, для которых происходит оценка.

Шаг 3, шаг 4. Идентичны шагам 3 и 4 методики метода компаний-аналогов.

Сравнительный подход: метод рынка капитала с применением регрессии реализуется по методике, представленной далее.

Шаг 1, шаг 2. Идентичны шагам 1 и 2 методики метода компаний-аналогов.

Шаг 3. Построение регрессионной модели, где экзогенным фактором является мультипликатор (P/E , P/BV), а эндогенными – коэффициент бета, рентабельность собственного капитала, темп роста прибыли, подробнее регрессионная модель описана в параграфе 2.1 исследования.

Шаг 4. Расчет мультипликаторов: P/E , P/BV .

Шаг 5. Идентичен шагу 4 методики метода компаний-аналогов.

Затратный подход: метод ликвидационной стоимости. При ликвидации бизнеса метод ликвидационной стоимости является единственным возможным вариантом оценки стоимости. В таком случае, стоимость компании будет соответствовать стоимости активов, которые должны быть реализованы быстрее стандартного срока экспозиции, за вычетом расходов на погашение обязательств и на процедуру банкротства, ст. 3 Федерального закона от 29.07.1998 № 135-ФЗ (ред. от 13.06.2023) «Об оценочной деятельности в Российской Федерации»: ликвидационная стоимость – «расчетная величина, отражающая наиболее вероятную цену, по которой

данный объект оценки может быть отчужден за срок экспозиции объекта оценки, меньший типичного срока экспозиции объекта оценки для рыночных условий, в условиях, когда продавец вынужден совершить сделку по отчуждению имущества». Таким образом, для целей данной работы метод ликвидационной стоимости не представляется репрезентативным, поскольку не представляет возможности учитывать дополнительные преимущества, или недостатки ведения бизнеса в условиях цифровой трансформации.

Справочно: необходимо учитывать «цифровую» составляющую бизнеса при расчете доходов от реализации нематериальных активов компании. Поскольку рынок реализации на торгах специфических нематериальных активов банка недостаточно развит, что в целом не является недостатком или специфическим условием отечественного рынка торгов, вычисление дисконта на реализацию будет достаточно затруднительно. В таком случае единственным решением вышеописанной проблемы представляется вычисление дисконта по максимально сопоставимым группам: «Иная интеллектуальная собственность» (группа приведена в соответствии с классификацией официального ресурса – организатора торгов «Электронная торговая площадка»).

Затратный подход: метод чистых активов. Метод чистых активов основан на поэлементной переоценке всех активов и обязательств, с учетом корректировки на стоимость специализированных активов. Методика применения метода чистых активов: этап 1 – пообъектное определение рыночной стоимости активов; этап 2 – пообъектное определение рыночной стоимости обязательств; этап 3 – расчет итоговой величины чистых активов: рыночная стоимость всех активов за вычетом рыночной стоимости всех обязательств с учетом корректировки на стоимость специализированных активов. Наиболее эффективно данный метод для целей оценки организации может быть применен в рамках внутренней оценки, поскольку исполнитель будет обладать максимально доступным ему количеством информации, что повысит точность и достоверность результатов, для внешнего исполнителя – поиск информации труднодоступен. Главная сложность

применения метода чистых активов заключается в определении рыночной стоимости нематериальных активов.

Во-первых, у стабильно действующей организации финансового сектора всегда есть такие нематериальные активы как бренд, клиентская база, наличие лицензий, участие в системе страхования вкладов, составление отчетности по МСФО, которые являются также факторами роста стоимости (подробнее указанные факторы описаны в параграфе 1.2 исследования). Оценка нематериальных активов компании финансового сектора преимущественно должна быть реализована на базе доходного подхода, так как вышеуказанные активы формируют доходы и расходы организации. Таким образом, затратный подход при условии наличия нематериальных активов, которые и будут отражать «цифровую» составляющую стоимости компании, требует построения денежных потоков, поэтому в благоприятных экономических условиях затратный подход реализуется редко. Далее приведена методика определения рыночной стоимости основных активов и обязательств организации финансового сектора, на примере банка указанная методика представлена в таблице 19.

Таблица 19 – Особенности применения специализированных нормативных документов при определении стоимости основных активов и обязательств кредитной организации

Статья актива / обязательств	Характеристика особенностей применения нормативных документов
1	2
Денежные средства и их эквиваленты	«Корректировка на уровень риска, в соответствии с Инструкцией Банка России от 29.11.2019 № 199-И «Об обязательных нормативах и надбавках к нормативам достаточности капитала банков с универсальной лицензией» или Инструкцией Банка России от 06.12.2017 № 183-И «Об обязательных нормативах банков с базовой лицензией» Справочно: преимущественно не корректируются, считаются абсолютно ликвидным активом» [102]
Средства в Центральном банке Российской Федерации	Не корректируются, принимаются по балансовой стоимости, считаются абсолютно ликвидным активом. Справочно: в случае наличия информации о среднем сроке обращения денежных средств на данных счетах, могут быть продисконтированы на срок обращения
Средства в кредитных организациях	Этап 1. Определение стоимости задолженности на основе рыночных данных. Этап 2. Корректировка на уровень риска в соответствии с Положением Банка России от 28.06.2017 № 590-П «О порядке формирования кредитными организациями резервов на возможные потери по ссудам, ссудной и приравненной к ней задолженности»

Источник: составлено автором по материалам [89; 102].

Методика реализации метода Ж. Дермина:

- 1) определение ликвидационной стоимости финансовой организации;
- 2) определение рыночной стоимости лицензии на осуществление деятельности.

В работе Ж. Дермина [36] определение рыночной стоимости лицензии предлагается осуществить по следующей методике:

- 1) определение расходов, которые компания понесет в связи с обслуживанием открытых депозитов;
- 2) определение доходов, которые компания получит в связи с предоставлением кредитов;
- 3) расчет неоперационных доходов / расходов (методика определения указанных доходов и обязательств представлена в рамках описания методики метода дисконтированных дивидендов в рамках доходного подхода);
- 4) суммирование полученных результатов в пункте 1 и пункте 2 методики, в общем случае предполагается, что ликвидационная стоимость обязательств превысит ликвидационную стоимость активов.

Методика применения модели ЕВО (сочетание доходного и затратного подхода) основана на математической формуле (4)

$$V = B_t + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E[\Delta x_t]}{(1+r)^t}, \quad (4)$$

где B_t – собственный капитал в рыночной оценке, чистые активы; методика расчета представлена в рамках описания методики применения метода чистых активов;

r – ставка дисконтирования;

Δx_t – отклонение чистой прибыли на момент t от «нормы».

Норма определяется как ожидаемая стоимость обслуживания

акционерного капитала, отражена формулой (5)

$$\Delta x_t = x_t - r \times B_{t-1}, \quad (5)$$

где B_t – собственный капитал в рыночной оценке, чистые активы; методика расчета представлена в рамках описания методики применения метода чистых активов) за период $t-1$;

r – ставка дисконтирования;

x_t – прибыль за период t [37].

Промежуточные итоги. Таким образом, в рамках настоящего параграфа исследования описаны методики применения всех методов оценки определения стоимости организаций финансового сектора, преимущественно, на примере, кредитных и страховых организаций, на основе которых предлагаются следующие основные направления по совершенствованию методов оценки стоимости российских финансовых компаний в условиях цифровой трансформации:

- для метода дисконтированных дивидендов: повышение точности прогноза динамики кредитного портфеля организации, учет специфических «цифровых» рисков при определении ставки дисконтирования, анализ капитальных вложений на цифровизацию, использование сценарного подхода, учет корректировок на суммы нереализованных переоценок иностранной валюты, ценных бумаг и прочих активов и обязательств и капитализацию расходов, обеспечивающих создание и наращивание интеллектуального капитала;

- основываясь на анализе цифровых стратегий ведущих финансовых организаций Российской Федерации, а также анализе факторов роста стоимости указанных организаций, сформирован перечень факторов роста стоимости финансовых организаций, в частности кредитных и страховых организаций, возникающих в связи с цифровой трансформацией:

наличие достаточного уровня финансирования, достаточный уровень цифровых навыков и компетенций сотрудников, отсутствие пакетных готовых решений, отвечающих потребностям организаций, неготовность целевой аудитории к цифровому взаимодействию, использование цифровых технологий, специфические риски, связанные с цифровизацией, а именно: кибербезопасность, наличие и качество стратегии цифрового развития, цифровая культура; для каждого из указанных рисков выделены критерии оценки (размер риска, тем не менее, определяется экспертно); разработана методика определения специфического риска организаций финансового сектора, возникающего ввиду цифровой трансформации;

- для метода рынка капитала и метода сделок: анализ аналогов с точки зрения подхода к цифровизации и стадии цифрового развития, использование натуральных «цифровых» мультипликаторов, использование указанных методов с применением регрессии;

- основываясь на анализе подходов к цифровизации организаций финансового сектора разработана методика определения средневзвешенного по разнице между показателями цифровизации между оцениваемой компанией и аналогами мультипликатора;

- для метода ликвидационной стоимости и метода чистых активов: учет «цифровой» составляющей при определении рыночной стоимости нематериальных активов, при определении рыночной стоимости денежных средств и их эквивалентов предлагается учитывать корректировку на уровень риска, а также осуществить дисконтирование на срок обращения средств в Банке России;

- использовать метод Ж. Дермина для определения нижней границы стоимости организации финансового сектора.

Общие выводы по главе 2.

Разработана методика балльной системы выбора методов оценки и их применимости с учетом сформированной иерархии для различных целей оценки в условиях цифровой трансформации. Обоснована трансформация

традиционных методов доходного, сравнительного и затратного подходов к оценке стоимости организаций финансового сектора с учетом выявленных особенностей в условиях цифровизации, а также обосновано применение методов Ж. Дермина и регрессионного анализа.

Разработана методика определения специфического риска организаций финансового сектора, возникающего ввиду цифровой трансформации по направлениям: «кибербезопасность», «наличие и качество стратегии цифрового развития», «цифровая доступность», «цифровая культура», «выбор подхода к цифровизации». Указанные разработки повышают точность результатов оценки стоимости организаций финансового сектора в условиях цифровизации доходным подходом.

Предложена трансформация методики оценки стоимости организаций финансового сектора сравнительным подходом методом рынка капитала на основе средневзвешенного по факторам цифрового развития (внутри подходов к цифровому развитию организаций) мультипликатора. Указанные разработки повышают точность результатов оценки стоимости организаций финансового сектора в условиях цифровизации сравнительным подходом.

Глава 3

Практические аспекты применения предложенных методов оценки стоимости компаний финансового сектора Российской Федерации

3.1 Разработка и апробация комплексной методики оценки стоимости компаний финансового сектора в условиях цифровой трансформации

Апробация методики оценки стоимости компаний финансового сектора в условиях цифровой трансформации на примере кредитной организации.

Проанализировав теоретические основы формирования стоимости компаний финансового сектора и цифровой трансформации финансового сектора, подготовив рекомендации по совершенствованию методов оценки стоимости компаний финансового сектора в условиях цифровизации, будет проведена апробация методики оценки стоимости компаний финансового сектора в условиях цифровой трансформации.

Перед проведение расчетов необходимо определить выборку компаний, которые будут использоваться для апробации. Критерием при выборе компаний являлось наличие в источниках информации следующих данных (при поиске информации использовались следующие источники информации: официальные сайты, СПАРК-Интерфакс, Refinitiv Eikon, Интернет):

- 1) описание деятельности компании;
- 2) бухгалтерская и управленческая отчетность на достаточно приближенную дату к дате проведения исследования, возможность сопоставления с другими участниками рынка;
- 3) положение компании на фондовом рынке, котировки акций, коэффициент бета и другое;
- 4) информация о цифровом развитии компании, в том числе

цифровая стратегия, годовые отчеты и прочее.

Критерии № 1 и № 2 из вышеуказанных, в целом, присутствуют для большинства организаций финансового сектора. Критерий № 3 существенно сокращает выборку, поскольку непубличные компании не торгуются на фондовом рынке. Разумеется, оценка непубличных компаний возможна, даже с учетом значительного ограничения информации, однако проведение оценки, заявленной ранее, сопоставление результатов разными подходами и с аналогами не представляется возможным. Критерий № 4 еще более существенно сокращает количество компаний, которые могли бы использоваться в рамках исследования.

В параграфе 1.3 исследования уже приведен список крупнейших компаний финансового сектора, которые представляют в открытые источники информации данные о состоянии своего цифрового развития и прогнозах на ближайший период. Всего в указанную выборку вошли восемь компаний:

- шесть – кредитные организации, две – прочие (биржа, АО «Почта России»);
- пять – публичные компании, три – непубличные компании.

Поскольку проведение методики оценки стоимости для каждой из компаний выборки не представляется возможным ввиду значительного количества расчетов, выходящих за рамки оптимального объема исследования, выбрана компания ПАО Сбербанк как основная, потому что:

- 1) преимущественно выборка представлена кредитными организациями;
- 2) разработанная методика предлагает отдельные элементы, которые могут быть реализованы только для кредитных организаций;
- 3) компания размещает в открытом доступе наибольшее количество материалов о финансово-хозяйственной деятельности и цифровой стратегии.

Прочие компании, представленные в выборке, будут использованы в качестве аналогов при реализации сравнительного подхода для подтверждения диапазона стоимости.

Таким образом, основными аналогами ПАО Сбербанк определены: Банк ВТБ (ПАО), Банк ГПБ (АО), ПАО «МТС Банк».

Краткое описание выбранных аналогов. Дополнительная информация об аналогах представлена в приложении К. В конце 2023 г. ПАО Сбербанк представил новую стратегию цифрового развития на 2024-2026 гг. [121], основной акцент кредитная организация планирует сделать на развитии искусственного интеллекта и расширении экосистемы, которая уже по состоянию на дату проведения исследования является одной из крупнейших. Развитие искусственного интеллекта «нового поколения» подразумевает, что большинство решений будет приниматься автоматически без влияния человека. В целом, стратегия цифрового развития охватывает все сферы деятельности ПАО Сбербанк: коммуникации с клиентами, экосистемы B2C и B2B, технологии, программные решения, финансовая модель, инвестиции в цифровую составляющую.

Банк ВТБ (ПАО) также представил стратегию развития на 2024-2026 гг. [122], однако цифровому развитию уделяется меньше внимания, чем в аналогичной стратегии ПАО Сбербанк – в основном, цифровое развитие подразумевает развитие технологической платформы.

В 2021 г. одобрена стратегия цифровой трансформации Банк ГПБ (АО) на 2022-2026 гг., которая продолжает реализовываться по состоянию на дату проведения исследования. Отмечается, что специализированные программные комплексы и технологии интегрированы по всей производственной цепочке группы «ГПБ»: «Стратегия цифровой трансформации направлена на дальнейшее повышение гибкости управления бизнесом, создание новых направлений для развития, а также рост эффективности и безопасности производства» [123]. Тем не менее, учитывая значительные изменения в геополитической ситуации, и соответственно, бизнес-процессов, требуется актуализация указанной стратегии.

Необходимо отметить, что изначально ПАО «МТС Банк» предоставлял услуги связи (несвязанные с банкингом), что изначально позволило

осуществлять банковскую деятельность в парадигме цифровых решений. Отмечается, что основное внимание изначально ПАО «МТС Банк» сделал на развитие цифровых каналов и услуг, доступных «в два клика» и не только в рамках предоставления банковских услуг [124].

Таким образом, можно сделать вывод, что лидерами в позиционировании в своей цифровой стратегии всестороннего развития являются ПАО Сбербанк и ПАО «МТС Банк», Банк ВТБ (ПАО) – наоборот в меньшей степени.

Цифровая экосистема / финансовая метавселенная. Ни одна из указанных компаний не является финансовой метавселенной, однако каждая кредитная организация осуществляет развитие собственной экосистемы.

ПАО Сбербанк охватывает наибольшее количество сфер, которые интегрированы в собственную экосистему: «финансовые сервисы (банковские услуги, страхование, инвестиции для физических и юридических лиц), электронная коммерция (сервисы электронной коммерции и логистические сервисы), развлечения (сервисы видео- и аудиостриминга и другие медиасервисы), здоровье (цифровые сервисы в здравоохранении, такие как телемедицина, онлайн запись к врачу, вызов врача на дом), B2B-сервисы (нефинансовые сервисы для юридических лиц: облачные сервисы, кибербезопасность, прочие сервисы), другие сервисы (объявления, поиск работы, образование и беспилотные автомобили)» [125], для использования одновременно всех сфер экосистемы создан единый идентификатор каждого пользователя – Сбер ID, единая программа лояльности «СберСпасибо», а также единая подписка на все сервисы «СберПрайм» [126].

Банк ГПБ (АО) развивает несколько экосистем, которые не интегрированы между собой. Наиболее крупной является экосистема «ГПБ Онлайн-бизнес», которая объединяет все банковские сервисы для всех типов клиентов [127]. Тем не менее, Банк ГПБ (АО) для своих клиентов предлагает доступ к множеству сервисов из небанковских

сфер в рамках подписки на программу «ГазпромБонус», например, на медиасервисы Premier, WINK и другое (группа компаний «Газпром» начала развивать собственную программу телемедицины, которая по состоянию на дату проведения исследования частично ограничена для всех пользователей).

ПАО «МТС» изначально начинал развитие банковского бизнеса в рамках экосистемы, поскольку предоставлял небанковские услуги, в которые уже интегрирована деятельность кредитной организации. В рамках своей экосистемы ПАО «МТС Банк» развивает такие сферы как «телеком», «финтех», «ритейл», продажа техники, с помощью которой покупатель может воспользоваться предлагаемыми услугами связи, то есть смартфоны, ноутбуки и тому подобное, «медиа», приложение KION [128]. В рамках направления «здоровье» ПАО «МТС» не имеет собственного приложения, а предлагает решения для дистанционного использования медицинских услуг компании «МЕДСИ». Можно сделать вывод, что диапазон возможностей экосистемы ПАО «МТС Банк» значительно ниже, чем аналогичных ПАО Сбербанк и Банк ГПБ (АО).

Банк ВТБ (ПАО) осуществляет построение и развитие собственной экосистемы [129] на основе партнерства с компаниями из различных сфер. Планируется развитие следующих сфер: розничная торговля, электронная коммерция, интернет и медиа, телеком и связь, жилье и коммунальные услуги, транспорт и логистика, которые будут интегрированы в приложение Интернет-банкинга. Таким образом, можно сделать вывод, что Банк ВТБ (ПАО) реализует схожую стратегию развития с ПАО «МТС Банк» предлагая использовать услуги различных компаний через собственных цифровые решения.

Объект оценки: совокупность 21 586 948 000 обыкновенных именных бездокументарных акций ПАО Сбербанк и 1 000 000 000 привилегированных именных бездокументарных акций ПАО Сбербанк, что составляет 100% акционерного капитала ПАО Сбербанк.

Анализ наиболее эффективного использования. По состоянию на 31.12.2023 ПАО Сбербанк является действующей организацией, осуществляющей работу в условиях российского законодательства. На протяжении 2019-2023 гг. компания получала прибыль, прекращение деятельности или ликвидация не предусматриваются, кредитная организация является системно-значимой и лидером российского банковского рынка, ПАО Сбербанк обладает всеми необходимыми лицензиями для продолжения операционной деятельности, срок действия лицензий: бессрочные.

В этих условиях НЭИ будет соответствовать текущему и планируемому использованию – продолжение деятельности ПАО Сбербанк с дальнейшим развитием.

Обоснование выбора используемых подходов и методов. Анализ применимости подходов и методов к определению стоимости кредитной организации в условиях цифровой трансформации приведен в параграфе 2.1.

Таким образом, учитывая доступность информации в открытых источниках, а также финансово-хозяйственные показатели деятельности ПАО Сбербанк, принято решение при определении стоимости объекта оценки использовать метод дисконтированных дивидендов в рамках доходного подхода и метод рынка капитала, в том числе с учетом цифровой составляющей, индикативно также будет проведен метод рынка капитала с применением регрессии (определение диапазона результатов). Расчет проведен при допущении о наличии в открытых источниках ограниченного количества информации, наиболее подробно будут описаны и раскрыты аспекты, подчеркивающие особенности оценки стоимости кредитной организации в условиях цифровой трансформации.

Доходный подход. Метод дисконтированных дивидендов. Выбор типа денежного потока. Согласно параграфу 2.2 наиболее предпочтительным является построение расчета на основании прогноза номинального (с учетом инфляционного роста) денежного потока на собственный капитал.

Валюта денежного потока. Общество осуществляет деятельность

на территории Российской Федерации, преимущественно доходы и расходы ПАО Сбербанк номинированы в рублях. Таким образом, построение денежных потоков осуществляется в рублях.

Определение длительности прогнозного периода. Принимая во внимание нестабильную экономическую ситуацию, а также наличие прогнозов ВВП Российской Федерации на 2024-2026 гг., предполагается, что к 2027 г. компания выйдет на стабильные денежные потоки. В связи с этим прогнозный период принят на уровне трех лет (01.01.2024 - 31.12.2026).

Прогноз макроэкономических факторов представлен в таблице 20.

Таблица 20 – Прогноз макроэкономических факторов

Источник	В процентах		
	2024 г.	2025 г.	2026 г.
Инфляция Российской Федерации, консенсус-прогноз	6,8	4,6	4,1
Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации на 2024 г. и на плановый период 2025 г. и 2026 г., сентябрь 2023 г.	7,2	4,2	4,0
Макроэкономический опрос Банка России, декабрь 2023 г.	6,9	4,3	4,0
ОЕСД, февраль 2024 г.	7,2	5,3	–
Refinitiv Eikon, декабрь 2023 г.	6,7	4,3	–
The Economist Intelligence Unit, декабрь 2023 г.	6,1	5,1	4,3

Источник: составлено автором по материалам [113; 114; 115; 116].

Для прогнозирования процентных доходов банка необходимо спрогнозировать кредитный портфель ПАО Сбербанк на 2024-2026 гг. Доля кредитного портфеля ПАО Сбербанк на 31.12.2023 в кредитном портфеле банковского сектора Российской Федерации составила 42,4%, данная оценка осуществляется из предположения о сохранении доли кредитного портфеля ПАО Сбербанк в кредитном портфеле банковского сектора Российской Федерации. Прогноз кредитного портфеля банковского сектора Российской Федерации представлен в параграфе 1.3.

Далее приводится краткое описание доходного подхода. Процентные доходы, как рассчитанные по эффективной ставке процента, так и прочие,

прогнозируются на уровне средней доли от кредитного портфеля компании за 2019-2023 гг. в размере 10%.

Процентные расходы рассчитываются на уровне средней доли от кредитов и авансов компании за 2019-2023 гг. в размере 4%, кредиты и авансы – на уровне средней доли в кредитном портфеле банка в размере 89%. Прогноз кредитного портфеля ПАО Сбербанк на 2024-2026 гг. представлен в таблице 21.

Таблица 21– Прогноз кредитного портфеля ПАО Сбербанк на 2024-2026 гг.

В миллиардах рублей				
Наименование показателя	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026
Кредитный портфель банковского сектора Российской Федерации	97 204	99 959	101 528	103 491
Доля кредитного портфеля ПАО Сбербанк в кредитном портфеле банковского сектора Российской Федерации, в процентах	38	38	38	38
Кредитный портфель ПАО Сбербанк	36 694	37 733	38 326	39 067

Источник: расчеты автора по материалам [77; 92; 93].

Прогноз расходов, непосредственно связанных со страхованием вкладом, строился на уровне средней доли за 2019-2023 гг. в кредитном портфеле на уровне 0,3%.

Комиссионные доходы прогнозируются на уровне 2023 г. с учетом инфляции рубля. Комиссионные расходы рассчитываются как средняя доля в соответствующих доходах за 2019-2023 гг. на уровне 29%. Расходы на содержание персонала и административные затраты как условно-постоянные прогнозируются на уровне 2023 г. с учетом инфляции рубля.

Налог на прибыль. В соответствии с Федеральным законом Российской Федерации от 26.11.2008 № 224-ФЗ «О внесении изменений в часть первую, часть вторую Налогового кодекса Российской Федерации и отдельные законодательные акты Российской Федерации», с 01.01.2009 устанавливается ставка налога на прибыль в размере 20% (данные об изменении ставки налога на прибыль стали известны только в июле 2024 г.,

то есть после даты оценки).

Дивиденды по обыкновенным акциям. В течение анализируемого периода: за 2021 г. не выплачивались дивиденды, в 2020 г. – в размере 82,29% от чистой прибыли и нераспределенной прибыли, за 2022 г. – в размере 8,45% от чистой прибыли и нераспределенной прибыли, по состоянию на дату проведения исследования дивиденды за 2023 г. не выплачены. Таким образом, присутствует две нормы выплаты дивидендов, которые представляют собой достаточно большой диапазон значений. Учитывая, что в 2022 г. началась специальная военная операция в Украине, против Российской Федерации и, в частности, российского банковского сектора выдвинуты значительные санкции, результаты деятельности банка за 2022 г., во-первых, снизились, во-вторых, представляются нерепрезентативными. Таким образом, в расчет принимается норма выплаты дивидендов в размере 89,29%.

Ставка дисконтирования. Для определения ставки дисконтирования используется доходность обыкновенных акций ПАО Сбербанк за 2022 г. (за 2023 г. по состоянию на дату проведения исследования доходность обыкновенных акций ПАО Сбербанк отсутствует) в размере 19,16%, по данным Московской Биржи.

Также учитывается риск вложения в обыкновенные акции в размере 1%, риск отражает эффект неопределенности уровня дохода, который получит владелец обыкновенных акций в форме дивидендов, и специфический риск, учитывающий цифровое развитие кредитной организации, расчет представлен далее, методика определения специфического риска представлена в параграфе 2.2.

На ПАО Сбербанк огромное влияние оказывают кибератаки, в среднем от 20 атак до 30 атак в квартал, более того, их количество увеличивается [130]. Учитывая активную программы импортозамещения программного обеспечения (собственные разработки в сфере кибербезопасности банка составляют 95%), эффективную работу с кибератаками

и их предупреждением, в целом, рост стоимости обыкновенных акций ПАО Сбербанк (за исключением 2022 г., негативные факторы отмечены ранее в рамках настоящего параграфа), а также негативный факт того, что производимые по состоянию на 31.12.2023 отечественные средства киберзащиты не имеют необходимого функционала и требуемой производительности, присваивается специальный риск за цифровую составляющую по критерию «Кибербезопасность» в размере 4%.

ПАО Сбербанк представляет в открытых источниках информации наиболее проработанную стратегию цифрового развития, таким образом, специальный риск за цифровую составляющую по критерию «Цифровая стратегия» не присваивается.

ПАО Сбербанк предлагает полный перечень услуг на различных цифровых инструментах (сайт, приложение, чат-бот и тому подобное), специальный риск за цифровую составляющую по критерию «Присутствие предприятия в социальных сетях и высокая открытость интернет-сайта» не присваивается.

Учитывая, что ПАО Сбербанк занимает лидирующее место на российском рынке по аккумулированию средств населения, отказ от филиалов и офлайн офисов не представляется возможным, тем не менее, тенденция к их сокращению присутствует. Таким образом, специальный риск за цифровую составляющую по критерию «Цифровая культура» присваивается в размере 1%.

ПАО Сбербанк, как и большинство кредитных организаций, демонстрирует характеристики одновременно нескольких подходов к цифровизации. Фактически, можно охарактеризовать банк как «цифровой филиал классической кредитной организации» с элементами выстраивания «цифровой экосистемы», таким образом, риск за совмещение двух подходов присваивается в размере 1%. Прочие специфические риски за цифровую составляющую не выявлены.

Терминальная стоимость. Денежный поток постпрогнозного периода прогнозировался поэлементно на основании данных последнего года прогнозного периода с учетом долгосрочного темпа роста. Долгосрочный темп роста составит 4,0%. Подтверждение расчетом методом математического моделирования с помощью такого подбора параметра (темпа роста), при котором стоимость дисконтированных денежных потоков с 2027 г. до 2050 г. с учетом планируемой ежегодной инфляции плюс терминальная стоимость постпрогнозного периода равна стоимости, полученной при капитализации потока в 2026 г. с учетом полученного темпа роста. Ретроспективные данные ПАО Сбербанк представлены на официальном сайте банка. Расчет стоимости акционерного капитала ПАО Сбербанк, представлен в приложении Л. Расчет специального риска за цифровую составляющую ПАО Сбербанк представлен в таблице 22. Прогноз инфляции представлен в таблицах 23 и 24.

Таблица 22 – Расчет специального риска за цифровую составляющую ПАО Сбербанк

В процентах

Оценка несистематических рисков	Оценка риска				
	1	2	3	4	5
Кибербезопасность	0	0	0	1	0
Стратегия цифрового развития	0	0	0	0	0
Присутствие организации в социальных сетях и высокая открытость интернет-сайта	0	0	0	0	0
Цифровая культура	1	0	0	0	0
Риски, связанные с подходами к цифровизации организации	1	0	0	0	0
Прочее	0	0	0	0	0
Количество наблюдений	2	0	0	1	0
Взвешенный итог	2	0	0	4	0
Итого	6				
Количество факторов, ед.	3				
Итоговое значение премии за риск для организации	2				

Источник: расчеты автора.

Таблица 23 – Прогноз инфляции на 2027-2038 гг.

В процентах

2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038
4,2	4,0	3,9	3,8	3,7	3,7	3,6	3,5	3,4	3,3	3,2	3,1

Источник: составлено автором по материалам [113; 114; 115].

Таблица 24 – Прогноз инфляции на 2039-2050 гг.

В процентах											
2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050
3,0	3,0	2,9	2,8	2,7	2,6	2,5	2,4	2,4	2,3	2,2	2,1

Источник: составлено автором по материалам [113; 114; 115].

Сравнительный подход. Отбор аналогов и расчет мультипликаторов. Первым этапом проведена оценка сравнительным подходом методом рынка капитала по общей выборке компаний, которые осуществляют деятельность на финансовом рынке (использовались только российские аналоги).

Мультипликаторы по компаниям рассчитывались на базе BV. Для расчета знаменателя мультипликаторов использованы данные за 12 месяцев до даты оценки. Краткая характеристика и показатели финансово-хозяйственной деятельности компаний-аналогов представлены в таблицах 25 и 26.

Таблица 25 – Краткая характеристика финансово-хозяйственной деятельности компаний-аналогов

Наименование компании-аналога	Количество обыкновенных акций, млн шт.	Цена обыкновенной акции, долл. США	Количество привилегированных акций, млн шт.	Цена привилегированной акции, долл. США
Bank UralSib PAO	360 134,7	0,0	-	-
AFK Sistema PAO	9 650,0	0,2	-	-
AKB Primor'ye PAO	0,3	378,7	-	-
Rosbank PAO	1 551,4	1,1	-	-
Банк ГПБ (АО)	23 673,5	1,8	-	-
MTS Bank PAO	30,0	29,0	0,001	-
Bank VTB PAO	26 849 118,1	0,0	-	-
Bank Sankt-Peterburg PAO	475,6	2,4	-	-
AKB Avangard PAO	80,7	11,2	-	-
UK Arsagera PAO	123,8	0,1	-	-
Bank Kuznetskiy PAO	22 503,5	0,0	-	-
Rossiyskiy Aktsionernyi Kommercheskiy Dorozhnyi Bank PAO	14,8	1,9	-	-
Sovcombank PAO	19 019,0	0,2	-	-

Источник: составлено автором по материалам Refinitiv Eikon [116].

Таблица 26 – Показатели финансово-хозяйственной деятельности компаний-аналогов

Наименование компаний-аналога	Доля меньшинства, млн долл. США	Капитал (BV), млн долл. США	Чистый долг, млн долл. США	Чистая прибыль, млн долл. США
Bank UralSib PAO	-	1 232,6	(820)	130
AFK Sistema PAO	-	3 316,0	2 078	558
AKB Primor'ye PAO	-	80,1	(55)	12
Rosbank PAO	-	2 505,5	(4 463)	357
Банк ГПБ (АО)		13 686,8	58	1 989
MTS Bank PAO	-	775,9	4 917	151
Bank VTB PAO	-	23 520,4	1 548	2 797
Bank Sankt-Peterburg PAO	-	1 762,5	774	550
AKB Avangard PAO	-	264,1	181	110
UK Arsagera PAO	-	3,0	0	2
Bank Kuznetskiy PAO	-	11,7	(8)	2
Rossiyskiy Aktsionernyi Kommercheskiy Dorozhnyi Bank PAO	-	32,8	65	4
Sovcombank PAO	75,1	3 081,9	(1 518)	786

Источник: составлено автором по материалам Refinitiv Eikon [116].

Корректировка на размер компании. Премия за размер ПАО Сбербанк определена ранее в рамках настоящего раздела исследования. Расчет различий в величине премий за размер компании и аналогов представлен в таблице 27.

Расчет мультипликатора Р/Капитал по компаниям-аналогам представлен в таблице 28.

Поскольку сравнительный подход используется индикативно, далее определяется диапазон итогового значения от медианного значения мультипликатора до среднего значения мультипликатора (Р/Капитал). в целом, диапазон значений мультипликаторов достаточно широк: от 0,4 до 12,9, что демонстрирует недостаточную достоверность результатов.

Таблица 27 - Расчет различий в величине премий за размер Компании и аналогов

Наименование компаний-аналога	Рыночная капитализация, млн долл. США	Премия за размер (по Duff&Phelps), в процентах	Разница между премиями за размер, в процентах
1	2	3	4
Bank UralSib PAO	598	1,18	(1,44)
AFK Sistema PAO	1 738	1,16	(1,42)
AKB Primor'ye PAO	95	4,83	(5,09)
Rosbank PAO	1 773	1,16	(1,42)
Банк ГПБ (АО)	42 106	(0,26)	-

Продолжение таблицы 27

1	2	3	4
Bank UralSib PAO	598	1,18	(1,44)
AFK Sistema PAO	1 738	1,16	(1,42)
AKB Primor'ye PAO	95	4,83	(5,09)
Rosbank PAO	1 773	1,16	(1,42)
Банк ГПБ (АО)	42 106	(0,26)	-
MTS Bank PAO	871	1,37	(1,63)
Bank VTB PAO	6 852	0,57	(0,83)
Bank Sankt-Peterburg PAO	1 149	1,37	(1,63)
AKB Avangard PAO	902	1,37	(1,63)
UK Arsagera PAO	15	4,83	(5,09)
Bank Kuznetskiy PAO	12	4,83	(5,09)
Rossiyskiy Aktsionernyi Kommercheskiy Dorozhnyi Bank PAO	28	4,83	(5,09)
Sovcombank PAO	2 920	0,93	(1,19)

Источник: составлено автором по материалам Refinitiv Eikon [116].

Таблица 28 – Расчет мультипликатора P/Капитал по компаниям-аналогам

Наименование компаний-аналога	Капитал (BV), млн долл. США	Скорректированная рыночная капитализация, млн долл. США (на миноритарном уровне)	Скорректированная рыночная капитализация, млн долл. США (на контрольном уровне)	P/BV
Bank UralSib PAO	1 232,6	641	850	0,7
AFK Sistema PAO	3 316,0	1 818	2 410	0,7
AKB Primor'ye PAO	80,1	157	208	2,6
Rosbank PAO	2 505,5	1 908	2 529	1,0
Банк ГПБ (АО)	13 686,8	42 106	55 816	4,1
MTS Bank PAO	775,9	961	1 273	1,6
Bank VTB PAO	23 520,4	6 994	9 271	0,4
Bank Sankt-Peterburg PAO	1 762,5	1 189	1 576	0,9
AKB Avangard PAO	264,1	1 041	1 381	5,2
UK Arsagera PAO	3,0	30	39	12,9
Bank Kuznetskiy PAO	11,7	18	24	2,0
Rossiyskiy Aktsionernyi Kommercheskiy Dorozhnyi Bank PAO	32,8	42	56	1,7
Sovcombank PAO	3 081,9	3 055	4 049	1,3
Медиана	-	-	-	1,6
Среднее значение	-	-	-	2,7
Мин	-	-	-	0,4
Макс	-	-	-	12,9

Источник: составлено автором по материалам Refinitiv Eikon [116].

Таким образом, рыночная стоимость 100% пакета акций ПАО Сбербанк составит от 10 283 млрд руб. до 16 978 млрд руб., что подтверждает результаты доходного подхода. Результат доходного подхода превышает медиану вышеобозначенного диапазона, что подтверждает необходимость учета дополнительных факторов при выборе аналогов, а также корректировки мультипликаторов. Расчет рыночной стоимости 100% собственного капитала ПАО Сбербанк представлен в таблице 29.

Таблица 29 – Расчет рыночной стоимости 100% собственного капитала банка

Мультипликатор	P/BV			
	мин	макс	медиана	среднее
Мультипликатор	0,4	12,9	1,6	2,7
Показатель Компании (капитал, млрд руб., Базель III), млрд руб.	6 265			
Собственный капитал, млрд руб.	2 470	81 039	10 283	16 978

Источник: расчеты автора по материалам [77; 116].

Сравнительный подход. Метод рынка капитала с учетом цифровой составляющей. В предыдущем параграфе исследования указаны компании-аналоги, которые публикуют данные о своем цифровом развитии, следовательно могут быть использованы в рамках настоящего расчета.

Каждый из подходов к цифровизации имеет свой вес от «1» до «5» в зависимости от того, насколько уход в онлайн предполагает, то есть подход «Классический с цифровыми каналами» имеет вес «1», «Цифровая экосистема / финансовая метавселенная» – «5». ПАО Сбербанк и аналогам выставляются экспертно баллы в зависимости от степени их реализации цифровых решений в рамках подходов.

Подходы «Классический с цифровыми каналами», «Цифровой филиал классической организации» оцениваются в рамках данной корректировки в размере баллов «5» – для всех аналогов и оцениваемой организации, поскольку оцениваемая компания и аналоги, в целом, в полной мере удовлетворяют данным критериям. Следовательно, подход «Полностью цифровая организация» не оценивается в рамках данной корректировки,

поскольку данному подходу не отвечает ни одна из компаний-аналогов и оцениваемый банк.

Все организации-аналоги позиционируют себя как стремящиеся к цифровому развитию – «Цифровой бренд». Баллы выставлены по данному критерию экспертно в зависимости от степени охвата цифровой стратегией различных сфер деятельности кредитных организаций, что подробнее описано ранее в рамках настоящего параграфа.

По подходу «Цифровая экосистема / финансовая метавселенная» выставляются баллы в зависимости от того, насколько много сфер охватывает выстраиваемая цифровая экосистема. Полностью все сферы бизнеса не покрываются ни в одной из экосистем кредитных организаций – требуются работы внешних контрагентов, тем не менее ПАО Сбербанк наладил взаимодействие наибольшего количества сфер: здоровье, банковское дело, страхование и прочее, ПАО «МТС Банк» – наименьшее, подробнее деятельность ПАО «МТС Банк» представлена в параграфе 3.1.

Далее рассчитывается средневзвешенный показатель по присвоенным весам по подходам для каждой организации. Рассчитывается разница между средневзвешенными показателями по присвоенным весам по подходам для каждой организации и оцениваемым банком. Разница в показателях служит фактором взвешивания при расчете средневзвешенного показателя P/BV по компаниям-аналогам. Таким образом, итоговый мультипликатор составляет 2,2, мультипликаторы P/BV рассчитаны ранее в рамках настоящего параграфа исследования, рыночная стоимость 100% пакета обыкновенных акций ПАО Сбербанк составляет 13 632 млрд руб., что на 7% отличается от результата доходного подхода. Расчет средневзвешенного значения цифровой составляющей компаний в зависимости от подхода к цифровизации представлен в таблице 30.

Сравнительный подход. Метод рынка капитала с применением регрессии. Использовать метод рынка капитала с применением регрессии по компаниям-аналогам, отобранным по сходству в цифровом

развитии, не представляется возможным, поскольку открытые источники информации не предоставляют всех необходимых данных по всем аналогам, кроме Банк ВТБ (ПАО).

Таблица 30 – Расчет средневзвешенного значения цифровой составляющей компаний в зависимости от подхода к цифровизации

Подход к цифровизации	Вес	ПАО Сбербанк	Банк ГПБ (АО)	ПАО «МТС Банк»	Банк ВТБ (ПАО)
Классический с цифровыми каналами	1	5	5	5	5
Цифровой филиал	5	5	5	5	5
Цифровой бренд	5	4	5	5	3
Полностью цифровая организация	2	0	0	0	0
Цифровая экосистема / финансовая метавселенная	5	3	2	1	1
Средневзвешенные показатели цифровизации по весу подхода	-	3,00	2,47	2,33	1,93

Источник: расчеты автора.

В параграфе 1.3 представлено описание метода рынка капитала с применением регрессии. Показатели ROE и b использованы по данным Refinitiv Eikon [116]. Поскольку методом рынка капитала с применением регрессии приводится индикативно, делается вывод о том, что диапазон рыночной стоимости будет находится между минимальным значением мультипликатора P/BV и максимальным P/BV , использование каких-либо выведенных формул значительно влияет на полученный результат и занижает точность: от 4 782 млрд руб. до 20 053 млрд руб. Поскольку нет условий для оценки цифровой составляющей компаний, а также отказ от использования части аналогов ввиду отсутствия данных по ним в открытых источниках, в том числе по аналогам, которые выбраны в качестве наиболее сопоставимых в рамках исследования, диапазон стоимости от медианного значения мультипликатора P/BV и до среднего P/BV не является репрезентативным, представляется заниженным, не подтверждает результаты доходного подхода. Более того, диапазон стоимости метода рынка капитала

с учетом регрессии более широкий, чем диапазон стоимости метода рынка капитал без применения регрессии, что снижает степень доверия к нему в подтверждаемости результатов других подходов. Расчет мультипликаторов P/BV по компаниям-аналогам методом рынка капитала с применением регрессии представлен в таблице 31.

Таблица 31 – Расчет мультипликаторов P/BV по компаниям-аналогам методом рынка капитала с применением регрессии

Наименование компании-аналога	Бета	ROE, в процентах	P/BV
Bank UralSib PAO	1,2	21,73	1,3
AFK Sistema PAO	0,7	32,09	2,2
AKB Primor'ye PAO	0,1	12,83	1,5
Rosbank PAO	0,0	20,13	2,0
Bank VTB PAO	0,5	40,82	2,8
Bank Sankt-Peterburg PAO	0,5	47,88	3,2
AKB Avangard PAO	0,4	12,21	1,3
UK Arsagera PAO	1,1	10,51	0,8
Bank Kuznetskiy PAO	0,9	15,48	1,2
Rossiyskiy Aktsionernyi Kommercheskiy Dorozhnyi Bank PAO	0,4	15,57	1,5
Медиана	-	-	1,5
Среднее	-	-	1,8
Минимальное	-	-	0,8
Максимальное	-	-	3,2

Источник: расчеты автора по материалам Refinitiv Eikon [116].

Метод Ж. Дермина – неклассический. Описание метода приведено в параграфе 2.2. Поскольку отсутствуют данные для определения стоимости активов и обязательств, условно принимает значение собственного капитала. Стоимость объекта оценки, которая, по сути, отражает стоимость лицензий юанка превышает значение собственного капитала банка. При наличии достаточного количества информации, оценщику необходимо оценить стоимость только лицензии на осуществление банковских операций, в текущих условиях отсутствует возможность очищения денежного потока от доходов и расходов, которые приходятся на иные лицензии и оказание прочих услуг.

Промежуточные итоги. Таким образом, стоимость объекта оценки

на 31.12.2023 составила 13 215 млрд руб.

Выявлены следующие факторы, ограничивающие применения методов оценки стоимости компаний финансового сектора в условиях цифровой трансформации:

– метод дисконтированных дивидендов: нестабильная макроэкономическая ситуация, влияние санкций на постоянство выплаты дивидендов российскими финансовыми компаниями, Московская биржа не рассчитывает по значительному ряду компания (особенно финансового сектора) доходность обыкновенных акций;

– метод рынка капитала: отсутствие данных в открытых источниках информации по ряду компаний финансового сектора, в частности, по показателю b , достаточно большой диапазон стоимости при выборке компаний только по отрасли деятельности, значительное снижение точности результатов при применении выведенных формул (регрессии).

Результаты оценки стоимости объекта оценки в условиях ограниченной информации представлен в таблице 32.

Таблица 32 – Результаты оценки стоимости объекта оценки в условиях ограниченной информации

Подход	Метод	Значение, млрд руб.	Вес, в процентах	Диапазон, млрд руб.	
				от	до
Доходный	Дисконтированных дивидендов	12 798	50	-	-
Сравнительный	Рынок капитала	-	Индикативно	10 283	16 978
Сравнительный	Рынок капитала с учетом цифрового фактора	13 632	50	-	-
Сравнительный	Рынок капитала с применением регрессии	-	Индикативно	4 782	20 053
Итого	-	13 215	-	-	-

Источник: расчеты автора по материалам [77; 116].

Разработана и апробирована методика сглаживания мультипликатора P/BV с учетом фактора цифрового развития.

Без применения модификаций методов оценки стоимости компаний финансового сектора в условиях цифровой трансформации:

- итоговый результат, 19 942 млрд руб., выходит за рамки диапазона результата сравнительного подхода;
- возможно использование только одного подхода (доходного), присваивается вес 100%, использование сравнительного подхода возможно при расчете среднего / медианного значения внутри диапазона, который представляет собой значения от «среднего» до «медианного», что приведет снижению точности результата.

Результаты оценки стоимости объекта оценки в условиях ограниченной информации без применения модификаций методов оценки стоимости представлены в таблице 33.

Таблица 33 – Результаты оценки стоимости объекта оценки в условиях ограниченной информации без применения модификаций методов оценки стоимости

Подход	Метод	Значение, млрд руб.	Вес, в процентах	Диапазон, млрд руб.	
				от	до
Доходный	Дисконтированных дивидендов	19 942	100	-	-
Сравнительный	Рынок капитала	-	Индикативно	10 283	16 978
Сравнительный	Рынок капитала с применением регрессии	-	Индикативно	4 782	20 053
Итого	-	16 926	-	-	-

Источник: расчеты автора по материалам [77; 116].

Апробация методики оценки стоимости компаний финансового сектора в условиях цифровой трансформации на примере страховой организации.

В открытых источниках информации отсутствует подробное описание цифровых стратегий отдельных страховых организаций. Таким образом, в качестве оцениваемой компании выбрана организация (ООО «Сбер Страхование»), которая является одной из крупнейших страховых компаний Российской Федерации по совокупному объему страховых премий, а также публиковала свою бухгалтерскую и финансовую

отчетность в открытых источниках информации в 2019-2023 гг.

Объект оценки – 100% доля участия в уставном капитал ООО «Сбер Страхование».

Анализ наиболее эффективного использования. По состоянию на 31.12.2023 ООО «Сбер Страхование» является действующей организацией, осуществляющей работу в условиях российского законодательства. На протяжении 2019-2023 гг. компания получала прибыль, прекращение деятельности или ликвидация не предусматриваются, является лидером российского страхового рынка. ООО «Сбер Страхование» обладает всеми необходимыми лицензиями для продолжения операционной деятельности.

В этих условиях НЭИ будет соответствовать текущему и планируемому использованию – продолжение деятельности ООО «Сбер Страхование» с дальнейшим развитием.

Обоснование выбора используемых подходов и методов. Анализ применимости подходов и методов к определению стоимости страховой организации в условиях цифровой трансформации приведен в параграфе 2.1.

Таким образом, учитывая доступность информации в открытых источниках, а также финансово-хозяйственные показатели деятельности ООО «Сбер Страхование», принято решение при определении стоимости объекта оценки использовать метод дисконтированных дивидендов в рамках доходного подхода, метод рынка капитала в рамках сравнительного подхода (использование метода рынка капитала с учетом цифровой составляющей не представляет возможным, поскольку в открытых источниках информации отсутствуют данные об элементах цифровой трансформации страховых компаний), индикативно также будет проведен метод рынка капитала с применением регрессии. Расчет проведен при допущении о наличии в открытых источниках информации ограниченного количества информации, наиболее подробно будут описаны и раскрыты аспекты, подчеркивающие особенности оценки стоимости

страховой организации в условиях цифровой трансформации.

Доходный подход. Метод дисконтированных дивидендов.

Выбор типа денежного потока. Согласно параграфу 2.2 наиболее предпочтительным является построение прогноза на основании номинального (с учетом инфляционного роста) денежного потока на собственный капитал.

Валюта денежного потока. Общество осуществляет деятельность на территории Российской Федерации, преимущественно доходы и расходы ООО «Сбер Страхование» номинированы в рублях. Таким образом, построение денежных потоков осуществляется в рублях.

Определение длительности прогнозного периода. Принимая во внимание нестабильную экономическую ситуацию, а также наличие прогнозов ВВП Российской Федерации 2024-2026 гг., предполагается, что к 2027 г. компания выйдет на стабильные денежные потоки. В связи с этим прогнозный период принят на уровне трех лет: 01.01.2024 - 31.12.2026.

Прогноз макроэкономических факторов, а также кредитного портфеля банковского сектора Российской Федерации представлены ранее в рамках настоящего параграфа исследования. Далее по формуле (2) определяется совокупный прогнозируемый объем выплаченных страховых премий за 2024-2026 гг. Заработанные страховые премии ООО «Сбербанк Страхование» прогнозируются на уровне доли данного показателя организации за 2023 г. (2019-2023 гг. – тенденция роста в совокупном объеме выплаченных премий страхового сектора Российской Федерации) в размере 0,003%.

Состоявшиеся убытки, расходы по ведению страховых операций, сальдо прочих расходов и доходов компании определялись на уровне средней доли за 2019-2023 гг. в заработанных премиях.

Инвестиционная деятельность, за вычетом процентных доходов, общие и административные расходы на 2024-2026 г. определялись на уровне 2023 г. с учетом темпа инфляции рубля.

Дивиденды по обыкновенным акциям. В течение анализируемого периода: за 2021-2022 гг. не выплачивались дивиденды (т.е. нора выплаты дивидендов = 0%), в 2020 г. – в размере 78,67% от чистой прибыли и нераспределенной прибыли, за 2023 г. – в размере 59,61% от чистой прибыли и нераспределенной прибыли. Поскольку дивиденды выплачиваются компанией нестабильно, в расчет принимается среднее значение за 2020-2023 гг. в размере 34,57%.

Ставка дисконтирования. Поскольку в открытых источниках информации отсутствует информация о доходности облигаций ООО «Сбербанк Страхование», принято решение использовать в расчете медианное значение по всем финансовым компаниям за 2022 г. Учитывая риск вложения в доли компании, а также отсутствие четко сопоставимых аналогов для отбора облигаций, специфический риск принимается на уровне 5%.

Расчет стоимости акционерного капитала ООО «Сбербанк Страхование» представлен в приложении М.

Таким образом, стоимость 100% доли участия в уставном капитале ООО «Сбербанк Страхование» по состоянию на 31.12.2023 в рамках доходного подхода методом дисконтированных дивидендов составляет 65 748 973 тыс. руб.

Сравнительный подход. В распоряжении оценщика отсутствует возможность проведения сравнительного подхода с учетом взвешенного по подходам к цифровизации факторам, таким образом, использовались иностранные аналоги страхового рынка (база Refinitiv Eikon [116]), основными критериями отбора являлись: отраслевая принадлежность, положительные результаты на всех уровнях деятельности, наличие всей необходимой информации в открытых источниках информации.

Краткая характеристика и показатели финансово-хозяйственной деятельности компаний-аналогов представлены в таблицах 34 и 35 (привилегированные акции у компаний-аналогов отсутствуют).

Таблица 34 – Краткая характеристика компаний-аналогов

Наименование компании-аналога	Количество обыкновенных акций, млн шт.	Цена обыкновенной акции, долл. США
1	2	3
Dai-ichi Life Holdings Inc	3 933,5	5,3
Allianz SE	398,6	267,0
Star Health and Allied Insurance Company Ltd	584,3	6,4
Skyward Specialty Insurance Group Inc	37,7	33,9
Sanlam Maroc SA	4,1	131,4
ICICI Prudential Life Insurance Company Ltd	1 439,6	6,4
Pacifico Compania de Seguros y Reaseguros	146,5	6,5
American Financial Group Inc	84,1	111,4
Enact Holdings Inc	160,0	28,9
Greenlight Capital Re Ltd	35,3	11,4
Revo Insurance SpA	24,8	9,3
TQM Alpha PCL	600,0	0,8
Asuransi Harta Aman Pratama Tbk PT	4 900,0	0,0
White Mountains Insurance Group Ltd	2,6	1 505,0
AXIS Capital Holdings Ltd	85,2	55,4
W R Berkley Corp	387,1	46,3
MGIC Investment Corp	279,5	19,3
Al Mashriq Insurance PSC	10,5	2,4
Essent Group Ltd	106,9	52,7
Sampo Oyj	2 509,0	8,7
Ceylinco Holdings PLC	26,4	7,6
Protector Forsikring ASA	82,4	17,8
AIA Group Ltd	11 550,7	8,7
Global United Insurance Co	13,8	1,8
QBE Insurance Group Ltd	1 492,0	10,1
Brown & Brown Inc	284,3	71,1
Zurich Insurance Group AG	147,5	522,4
NMI Holdings Inc	81,6	29,7
UnitedHealth Group Inc	925,0	526,5
Arthur J. Gallagher & Co.	215,9	224,9
Marsh & McLennan Companies Inc	493,0	189,5
Aflac Inc	586,9	82,5
Tryg A/S	622,3	21,7
Everest Group Ltd	43,4	353,6
Admiral Group PLC	303,2	33,4
Habib Insurance Company Ltd	123,9	0,0
Insurance Australia Group Ltd	2 441,0	3,9
Wiz Co Participacoes e Corretagem de Seguros SA	159,9	1,4
Travelers Companies Inc	228,4	190,5
Petrolimex Insurance Corp	110,9	0,9
PICC Property and Casualty Co Ltd	22 242,8	1,2
Primerica Inc	35,3	205,8
Chubb Ltd	408,0	226,0
Softlogic Life Insurance PLC	375,0	0,2

Продолжение таблицы 34

1	2	3
Steadfast Group Ltd	1 035,3	4,0
Old Republic International Corp	280,4	27,8
IDI Insurance Company Ltd	14,7	27,1
Palestine Insurance Co	9,0	3,5
Elevance Health Inc	234,9	471,6
Incar Finance Service Co Ltd	51,4	2,5
Globe Life Inc	94,3	121,7
Hyundai Marine & Fire Insurance Co Ltd	78,4	24,0
Janashakthi Insurance PLC	226,5	0,1

Источник: расчеты автора по материалам Refinitiv Eikon [116].

Таблица 35 – Финансово-хозяйственной деятельности компаний-аналогов

Наименование компании-аналога	Доля меньшинства, млн долл. США	Чистый долг, млн долл. США	Капитал (BV), млн долл. США	Чистая прибыль, млн долл. США
1	2	3	4	5
Dai-ichi Life Holdings Inc	-	(43)	20 117	1 504
Allianz SE	4 583	2 180	64 176	8 746
Star Health and Allied Insurance Company Ltd	-	24	722	88
Skyward Specialty Insurance Group Inc	-	75	535	77
Sanlam Maroc SA	0,004	(7)	517	25
ICICI Prudential Life Insurance Company Ltd	-	56	1 290	110
Pacifico Compania de Seguros y Reaseguros	4	77	736	195
American Financial Group Inc	-	253	3 981	865
Enact Holdings Inc	-	67	4 457	652
Greenlight Capital Re Ltd	-	34	576	104
Revo Insurance SpA	-	11	237	12
TQM Alpha PCL	16	0	84	23
Asuransi Harta Aman Pratama Tbk PT	-	(1)	13	(1)
White Mountains Insurance Group Ltd	460	402	4 164	467
AXIS Capital Holdings Ltd	-	510	5 033	567
W R Berkley Corp	13	1 191	6 930	1 366
MGIC Investment Corp	-	376	4 855	720
Al Mashriq Insurance PSC	5	3	19	2
Essent Group Ltd	-	325	4 808	668
Sampo Oyj	357	1 512	7 618	1 081
Ceylinco Holdings PLC	13	8	269	27
Protector Forsikring ASA	-	106	358	141
AIA Group Ltd	393	8 022	42 276	4 038
Global United Insurance Co	0,2	1	22	1
QBE Insurance Group Ltd	3	2 496	9 008	939
Brown & Brown Inc	-	2 938	5 199	747
Zurich Insurance Group AG	1 433	9 080	25 335	4 113

Продолжение таблицы 35

1	2	3	4	5
NMI Holdings Inc	-	223	1 791	312
UnitedHealth Group Inc	10 047	24 454	89 564	21 687
Arthur J. Gallagher & Co.	34	5 700	10 510	1 137
Marsh & McLennan Companies Inc	193	10 748	11 586	3 466
Aflac Inc	-	5 936	22 669	4 587
Tryg A/S	0,1	1 611	5 702	544
Everest Group Ltd	-	1 320	11 226	2 209
Admiral Group PLC	1	1 026	1 180	338
Habib Insurance Company Ltd	-	0,5	4	0
Insurance Australia Group Ltd	289	1 441	4 704	555
Wiz Co Participacoes e Corretagem de Seguros SA	131	22	188	19
Travelers Companies Inc	-	7 438	19 978	2 184
Petrolimex Insurance Corp	-	4	75	10
PICC Property and Casualty Co Ltd	388	4 151	31 797	4 352
Primerica Inc	-	1 542	2 312	568
Chubb Ltd	3 995	14 583	57 504	7 039
Softlogic Life Insurance PLC	-	14	39	7
Steadfast Group Ltd	159	519	1 496	127
Old Republic International Corp	-	1 439	5 916	920
IDI Insurance Company Ltd	-	94	230	42
Palestine Insurance Co	-	2	12	2
Elevance Health Inc	103	13 925	38 539	5 996
Incar Finance Service Co Ltd	-	54	67	19
Globe Life Inc	-	2 161	4 623	938
Hyundai Marine & Fire Insurance Co Ltd	-	133	4 948	817
Janashakthi Insurance PLC	-	1	42	10

Источник: расчеты автора по материалам Refinitiv Eikon [116].

Расчет различий в величине премий за размер оцениваемой компании и аналогов представлен в таблице 36.

Таблица 36 – Расчет различий в величине премий за размер компании и аналогов

Наименование компании-аналога	Рыночная капитализация, млн долл. США	Премия за размер (по Duff&Phelps), в процентах	Разница между премиями за размер, в процентах
1	2	3	4
Dai-ichi Life Holdings Inc	20 858	0,45	0,73
Allianz SE	106 422	(0,26)	1,44

Продолжение таблицы 36

1	2	3	4
Star Health and Allied Insurance Company Ltd	3 756	0,93	0,25
Skyward Specialty Insurance Group Inc	1 277	1,37	(0,19)
Sanlam Maroc SA	541	1,18	-
ICICI Prudential Life Insurance Company Ltd	9 256	0,57	0,61
Pacifico Compania de Seguros y Reaseguros	950	1,37	(0,19)
American Financial Group Inc	9 374	0,57	0,61
Enact Holdings Inc	4 622	0,58	0,60
Greenlight Capital Re Ltd	404	1,18	-
Revo Insurance SpA	230	2,15	(0,97)
TQM Alpha PCL	504	1,18	-
Asuransi Harta Aman Pratama Tbk PT	30	4,83	(3,65)
White Mountains Insurance Group Ltd	3 854	0,58	0,60
AXIS Capital Holdings Ltd	4 719	0,58	0,60
W R Berkley Corp	17 908	0,45	0,73
MGIC Investment Corp	5 391	0,58	0,60
Al Mashriq Insurance PSC	25	4,83	(3,65)
Essent Group Ltd	5 637	0,58	0,60
Sampo Oyj	21 935	0,45	0,73
Ceylinco Holdings PLC	200	4,83	(3,65)
Protector Forsikring ASA	1 464	1,16	0,02
AIA Group Ltd	100 661	(0,26)	1,44
Global United Insurance Co	25	4,83	(3,65)
QBE Insurance Group Ltd	15 048	0,45	0,73
Brown & Brown Inc	20 217	0,45	0,73
Zurich Insurance Group AG	77 071	(0,26)	1,44
NMI Holdings Inc	2 423	0,93	0,25
UnitedHealth Group Inc	486 985	(0,26)	1,44
Arthur J. Gallagher & Co.	48 552	(0,26)	1,44
Marsh & McLennan Companies Inc	93 404	(0,26)	1,44
Aflac Inc	48 419	(0,26)	1,44
Tryg A/S	13 535	0,45	0,73
Everest Group Ltd	15 345	0,45	0,73
Admiral Group PLC	10 138	0,57	0,61
Habib Insurance Company Ltd	3	4,83	(3,65)
Insurance Australia Group Ltd	9 409	0,57	0,61
Wiz Co Participacoes e Corretagem de Seguros SA	221	2,15	(0,97)
Travelers Companies Inc	43 508	(0,26)	1,44
Petrolimex Insurance Corp	99	4,83	(3,65)
PICC Property and Casualty Co Ltd	26 434	0,45	0,73
Primerica Inc	7 272	0,57	0,61
Chubb Ltd	92 204	(0,26)	1,44
Softlogic Life Insurance PLC	62	4,83	(3,65)
Steadfast Group Ltd	4 103	0,58	0,60
Old Republic International Corp	7 786	0,57	0,61
IDI Insurance Company Ltd	397	1,18	-
Palestine Insurance Co	32	4,83	(3,65)
Elevance Health Inc	110 773	(0,26)	1,44
Incar Finance Service Co Ltd	126	4,83	(3,65)
Globe Life Inc	11 474	0,57	0,61

Продолжение таблицы 36

1	2	3	4
Hyundai Marine & Fire Insurance Co Ltd	1 886	1,16	0,02
Janashakthi Insurance PLC	27	4,83	(3,65)

Источник: расчеты автора по материалам Refinitiv Eikon [116].

Расчет мультипликатора Р/Капитал по компаниям-аналогам представлен в таблице 37.

Таблица 37 – Расчет мультипликатора Р/Капитал по компаниям-аналогам

Наименование компании-аналога	Капитал (BV), млн долл. США	Скорректированная рыночная капитализация, млн долл. США (на миноритарном уровне)	Скорректированная рыночная капитализация, млн долл. США (на контрольном уровне)	P/BV
1	2	3	4	5
Dai-ichi Life Holdings Inc	20 117	93 658	124 154	6,2
Allianz SE	64 176	127 774	169 379	2,6
Star Health and Allied Insurance Company Ltd	722	2 330	3 088	4,3
Skyward Specialty Insurance Group Inc	535	900	1 194	2,2
Sanlam Maroc SA	517	1 270	1 684	3,3
ICICI Prudential Life Insurance Company Ltd	1 290	2 106	2 792	2,2
Pacifico Compania de Seguros y Reaseguros	736	1 989	2 636	3,6
American Financial Group Inc	3 981	19 698	26 112	6,6
Enact Holdings Inc	4 457	16 605	22 012	4,9
Greenlight Capital Re Ltd	576	1 106	1 466	2,5
Revo Insurance SpA	237	161	213	0,9
TQM Alpha PCL	84	750	994	11,8
Asuransi Harta Aman Pratama Tbk PT	13	39	52	4,1
White Mountains Insurance Group Ltd	4 164	3 310	4 387	1,1
AXIS Capital Holdings Ltd	5 033	3 681	4 879	1,0
W R Berkley Corp	6 930	11 989	15 893	2,3
MGIC Investment Corp	4 855	7 608	10 086	2,1
Al Mashriq Insurance PSC	19	15	20	1,0
Essent Group Ltd	4 808	6 978	9 250	1,9
Sampo Oyj	7 618	66 363	87 972	11,5
Ceylinco Holdings PLC	269	615	815	3,0
Protector Forsikring ASA	358	1 775	2 353	6,6
AIA Group Ltd	42 276	35 761	47 406	1,1
Global United Insurance Co	22	26	35	1,6

Продолжение таблицы 37

1	2	3	4	5
QBE Insurance Group Ltd	9 008	5 422	7 188	0,8
Brown & Brown Inc	5 199	3 875	5 136	1,0
Zurich Insurance Group AG	25 335	33 071	43 839	1,7
NMI Holdings Inc	1 791	2 314	3 067	1,7
UnitedHealth Group Inc	89 564	206 997	274 398	3,1
Arthur J. Gallagher & Co.	10 510	8 208	10 881	1,0
Marsh & McLennan Companies Inc	11 586	24 034	31 859	2,7
Aflac Inc	22 669	25 893	34 324	1,5
Tryg A/S	5 702	4 594	6 089	1,1
Everest Group Ltd	11 226	19 698	26 112	2,3
Admiral Group PLC	1 180	2 290	3 035	2,6
Habib Insurance Company Ltd	4	2	3	0,8
Insurance Australia Group Ltd	4 704	3 262	4 325	0,9
Wiz Co Participacoes e Corretagem de Seguros SA	188	145	192	1,0
Travelers Companies Inc	19 978	33 413	44 293	2,2
Petrolimex Insurance Corp	75	250	331	4,4
PICC Property and Casualty Co Ltd	31 797	22 309	29 574	0,9
Primerica Inc	2 312	2 201	2 917	1,3
Chubb Ltd	57 504	42 734	56 649	1,0
Softlogic Life Insurance PLC	39	39	51	1,3
Steadfast Group Ltd	1 496	915	1 214	0,8
Old Republic International Corp	5 916	4 126	5 469	0,9
IDI Insurance Company Ltd	230	151	200	0,9
Palestine Insurance Co	12	31	41	3,4
Elevance Health Inc	38 539	35 486	47 041	1,2
Incar Finance Service Co Ltd	67	44	59	0,9
Globe Life Inc	4 623	4 203	5 571	1,2
Hyundai Marine & Fire Insurance Co Ltd	4 948	9 092	12 053	2,4
Janashakthi Insurance PLC	42	254	337	8,1

Источник: расчеты автора по материалам Refinitiv Eikon [116].

Поскольку сравнительный подход используется индикативно, далее определяется диапазон итогового значения от медианного значения мультипликатора до среднего значения мультипликатора (Р/Капитал). В целом, диапазон значений мультипликаторов достаточно широк: от 0,8, до 11,8, что демонстрирует недостаточную достоверность результатов. Расчет рыночной стоимости 100% собственного капитала ООО «Сбербанк Страхование» в таблице 38.

Таблица 38 – Расчет рыночной стоимости 100% собственного капитала ООО «Сбербанк Страхование»

Мультипликатор	P/BV			
	мин	макс	медиана	среднее
Мультипликатор	0,8	11,8	1,9	2,7
Показатель Компании (капитал, тыс. руб.)	26 300 062			
Собственный капитал, тыс. руб.	20 920 136	310 061 801	50 598 234	70 232 048

Источник: расчеты автора по материалам Refinitiv Eikon [116; 162].

Таким образом, рыночная стоимость 100% доли участия в уставном капитале ООО «Сбербанк Страхование» составит от 50 598 234 тыс. руб. до 70 232 048 тыс. руб. (что подтверждает результаты доходного подхода).

Проведение стоимостной оценки сравнительным подходом методом рынка капитала с учетом цифровой составляющей не представляется возможным, поскольку в открытых источниках информации отсутствуют необходимые данные о цифровом развитии страховых организаций.

Сравнительный подход. Метод рынка капитала с применением регрессии. Расчет мультипликаторов P/BV по компаниям-аналогам в рамках метода рынка капитала с применением регрессии представлен в таблице 39.

Поскольку методом рынка капитала с применением регрессии приводится индикативно, делается вывод о том, что диапазон рыночной стоимости будет находится между минимальным значением мультипликатора P/BV и максимальным P/BV (использование каких-либо выведенных формул значительно влияет на полученный результат и занижает точность): от 29 700 381 тыс. руб. до 674 114 663 тыс. руб. Поскольку нет условий для оценки цифровой составляющей компаний, а также отказ от использования части аналогов ввиду отсутствия данных по ним в открытых источниках (в том числе по аналогам, которые выбраны в качестве наиболее сопоставимых в рамках настоящего исследования), диапазон стоимости от медианного значения мультипликатора P/BV и до среднего P/BV не является репрезентативным, не подтверждает результаты доходного подхода и сравнительного подхода методов рынка капитала с учетом цифровой составляющей. Более того, диапазон стоимости метода рынка капитала с учетом регрессии более широкий, чем диапазон стоимости метода

рынка капитал без применения регрессии, что снижает степень доверия к нему в подтверждаемости результатов других подходов.

Таблица 39 - Расчет мультипликаторов P/BV по компаниям-аналогам методом рынка капитала с применением регрессии

Наименование компании-аналога	Бета	ROE, в процентах	P/BV
1	2	3	4
Dai-ichi Life Holdings Inc	0,6	31,08	2,2
Allianz SE	0,9	59,91	3,6
Star Health and Allied Insurance Company Ltd	1,9	45,82	2,2
Skyward Specialty Insurance Group Inc	0,4	64,40	4,2
Sanlam Maroc SA	0,8	92,20	5,5
ICICI Prudential Life Insurance Company Ltd	0,9	15,34	1,1
American Financial Group Inc	0,7	52,91	3,3
Enact Holdings Inc	0,3	392,93	22,3
Greenlight Capital Re Ltd	0,5	87,77	5,4
Revo Insurance SpA	-0,3	231,16	13,8
TQM Alpha PCL	0,6	80,00	4,9
Asuransi Harta Aman Pratama Tbk PT	0,7	72,15	4,4
White Mountains Insurance Group Ltd	0,4	222,98	12,9
AXIS Capital Holdings Ltd	0,5	89,45	5,5
W R Berkley Corp	0,5	58,49	3,8
MGIC Investment Corp	1,2	417,29	23,1
Al Mashriq Insurance PSC	0,1	46,40	3,4
Essent Group Ltd	1,0	461,19	25,6
Sampo Oyj	0,9	78,83	4,7
Ceylinco Holdings PLC	0,1	101,75	6,4
Protector Forsikring ASA	1,2	38,55	2,2
AIA Group Ltd	0,9	216,66	12,2
Global United Insurance Co	0,0	39,65	3,0
QBE Insurance Group Ltd	0,8	46,52	2,9
Brown & Brown Inc	0,7	125,80	7,4
NMI Holdings Inc	0,7	319,40	18,0
UnitedHealth Group Inc	0,5	24,89	1,9
Arthur J. Gallagher & Co.	0,6	108,77	6,5
Marsh & McLennan Companies Inc	0,8	52,18	3,2
Aflac Inc	0,7	120,11	7,0
Tryg A/S	0,5	99,32	6,0
Everest Group Ltd	0,4	79,15	4,9
Admiral Group PLC	0,1	28,43	2,4
Habib Insurance Company Ltd	0,4	59,00	3,9
Insurance Australia Group Ltd	0,2	50,76	3,5
Wiz Co Participacoes e Corretagem de Seguros SA	0,8	91,85	5,4
Travelers Companies Inc	0,5	49,85	3,3
Petrolimex Insurance Corp	0,2	56,25	3,8
PICC Property and Casualty Co Ltd	0,4	49,85	3,4

Продолжение таблицы 39

1	2	3	4
Primerica Inc	0,9	85,64	5,0
Chubb Ltd	0,5	119,20	7,1
Softlogic Life Insurance PLC	1,1	44,04	2,6
Steadfast Group Ltd	1,2	157,43	8,8
Old Republic International Corp	0,7	79,27	4,8
IDI Insurance Company Ltd	0,7	31,94	2,2
Palestine Insurance Co	0,0	20,87	2,0
Elevance Health Inc	0,7	22,86	1,7
Incar Finance Service Co Ltd	0,3	17,31	1,7
Globe Life Inc	0,7	86,14	5,2
Hyundai Marine & Fire Insurance Co Ltd	0,1	46,10	3,3
Janashakthi Insurance PLC	0,5	162,15	9,5
Медиана	-	-	4,3
Среднее	-	-	6,1
Минимальное	-	-	1,1
Максимальное	-	-	25,6

Источник: расчеты автора по материалам Refinitiv Eikon [116].

Промежуточные итоги. Таким образом, стоимость объекта оценки на 31.12.2023 составила 65 748 973 тыс. руб.

Подтверждены факторы, ограничивающие применения методов оценки стоимости компаний финансового сектора в условиях цифровой трансформации, указанные ранее в рамках настоящего параграфа.

Результаты оценки стоимости объекта оценки в условиях ограниченной информации представлены в таблице 40.

Таблица 40 – Результаты оценки стоимости Объекта оценки в условиях ограниченной информации

Подход	Метод	Значение, тыс. руб.	Вес, в процентах	Диапазон, тыс. руб.	
				от	до
Доходный	Дисконтированных дивидендов	65 748 973	100	-	-
Сравнительный	Рынок капитала	-	Индикативно	50 598 234	70 232 048
Сравнительный	Рынок капитала с применением регрессии	-	Индикативно	29 700 361	674 114 663
Итого	-	65 748 973	-	-	-

Источник: расчеты автора по материалам Refinitiv Eikon [116; 162].

Результаты оценки стоимости объекта оценки в условиях ограниченной информации без применения модификаций методов оценки стоимости представлены в таблице 41.

Таблица 41 - Результаты оценки стоимости Объекта оценки в условиях ограниченной информации без применения модификаций методов оценки стоимости

Подход	Метод	Значение, тыс. руб.	Вес, в процентах	Диапазон, тыс. руб.	
				от	до
Доходный	Дисконтированных дивидендов	69 773 988	100	-	-
Сравнительный	Рынок капитала	-	Индикативно	50 598 234	70 232 048
Сравнительный	Рынок капитала с применением регрессии	-	Индикативно	29 700 361	674 114 663
Итого	-	-	-	-	-

Источник: расчеты автора по материалам Refinitiv Eikon [116; 162].

Без применения модификаций методов оценки стоимости компаний финансового сектора в условиях цифровой трансформации:

- итоговый результат 69 773 988 тыс. руб. более приближен к верхней границе диапазона результата сравнительного подхода;
- возможно использование только одного подхода (доходного), присваивается вес 100%, использование сравнительного подхода возможно при расчете среднего / медианного значения внутри диапазона, который уже представляет собой значения от «среднего» до «медианного», что приведет снижению точности результата.

3.2 Научно-практические рекомендации по применению современных методов оценки стоимости кредитных организаций в условиях их цифровой трансформации

Принципы оценки стоимости организаций финансового сектора. Оценка стоимости организаций финансового сектора основывается на общих

принципах оценки бизнеса, однако появляются также дополнительные принципы, обусловленные спецификой деятельности указанных компаний.

В работе М.А. Шуклиной, И.В. Косоруковой, С.А. Секачева [25], выделены такие специфические принципы как: «принцип разделения внутренней (инсайдерской) и внешней (аутсайдерской) оценки, принцип портфельности, принцип соединения и разделения». Принцип разделения внутренней и внешней оценки подразумевает разграничение информации, которую может использовать оценщик, или другой эксперт, что будет обосновывать выбор соответствующих подходов и методов оценки. Принцип портфельности означает необходимость учета взаимосвязи доходности и ликвидности между активами и обязательствами организации. Принцип соединения и разделения обозначает необходимость использования различных видов отчетностей (финансовой, управленческой, отраслевой).

Признается необходимым также учитывать принцип соответствия законодательным нормативам (использование макроэкономических и других прогнозов возможно только при условии соблюдения финансовой организацией законодательно установленных нормативов), принцип умеренного использования рыночной информации и соответствия ретроспективным значениям, что означает, что при прогнозировании отдельных статей доходов и расходов организации, рисков и тому подобного необходимо учитывать фактор потенциальной недостоверности макроэкономических прогнозов, прогнозов заказчика, результатов полученной регрессионной модели; несмотря на динамичность развития финансового сектора, будущие прогнозы должны быть обоснованы, в том числе ретроспективными значениями.

В связи с цифровой трансформацией бизнеса необходимо выделить следующий принцип проведения оценки стоимости объекта оценки: соответствие цифрового развития организации подходу к цифровизации, подробнее принцип описан в параграфе 2.1.

Задание на оценку. В случае определения стоимости финансовых

организаций объектами оценки могут являться доли участия в уставном капитале / пакет акций банка, подробнее обоснование объекта оценки представлено в параграфе 1.2.

При описании цели оценки в случае купли-продажи необходимо уточнять цель приобретения компании / доли в компании для повышения точности результатов применения метода сделок, в случае приобретения компании финансового сектора ввиду наличия у него нематериального актива, в том числе цифрового решения; подробнее описано в главе 2 исследования.

При составлении задания на оценку у оценщика есть возможность обозначить ключевые допущения, согласно п. 5 Федерального стандарта оценки «Процесс оценки (ФСО III)» допущение могут быть общими и специальными, «которые не соответствуют фактам на дату оценки, но отражают возможные изменения существующих на дату оценки фактов, вероятность наступления которых предполагается из имеющейся у оценщика информации», на которых будет базироваться прогноз. Далее обозначены возможные допущения, которые возникают в связи с цифровой трансформацией бизнеса организаций финансового сектора, список не является исчерпывающим и может дополняться и / или изменяться для каждого конкретного случая оценки.

Общие. Дата оценки приходится на период активной цифровой трансформации бизнеса, а также высокой неопределенности на рынке развития цифровых решений и смежных с ним рынков. Пользователи отчета должны понимать, что данные обстоятельства оказывают существенное влияние на рынок объекта оценки. Оценка степени влияния развития цифровых решений для бизнеса (указать отрасль) и смежных с ним отраслей не проводится оценщиком и учитывается исключительно в рамках доступной информации на дату оценки и составления настоящего отчета, которая по объективным причинам может претерпеть существенные изменения в краткосрочной перспективе.

Настоящая оценка проводится при допущении о том, что финансовая

организация функционирует как обособленная бизнес-единица вне экосистемы (если это необходимо для целей оценки).

Специальные. Настоящая оценка проводится при допущении о том, что доля финансовой организации на рынке не будет изменяться в будущем, подробнее обоснование допущения представлено в параграфе 1.3 исследования.

Запрос информации. В параграфе 1.2 исследования приведен перечень характеристик организаций финансового сектора, в частности, кредитных и страховых организаций, которые присущи им в рамках цифровой трансформации, а также перечень факторов стоимости. Учитывая вышеуказанные критерии, составляя запрос информации, к стандартному перечню запрашиваемых документов также рекомендуется добавить:

- цифровая стратегия развития, в том числе с указанием подхода к цифровизации организации;
- детализированный прогноз капитальных вложений на развитие и внедрение цифровых решений;
- прогноз доли активов финансовой организации в общих активах банковского сектора Российской Федерации с обоснованием;
- перечень кибератак, совершенных за несколько лет, описание последствий данных нарушений, при возможности выражение в денежном эквиваленте последствий мошенничества;
- анализ рынка не только финансового сектора (запрашивается при наличии у клиента в общем случае), но и используемых цифровых решений (при наличии);
- динамика количества филиалов и представительств.

Учитывая, что рассматривается оценка организации в рамках цифровой трансформации, предлагается список вопросов, которые при первом знакомстве с проектом (компанией) помогут выяснить, какое влияние цифровизация оказывает на конкретную организацию. Нижеуказанный список вопросов не исключает прочие аспекты, которые в общем случае

обсуждаются при изучении компанией любого сектора экономики:

- какие показатели ожидаются от реализации стратегии цифровизации;
- какие цифровые инструменты будут применены;
- какой подход к цифровой трансформации выбран организацией;
- если компания является частью экосистемы, то какие еще бизнесы и в каких отраслях задействованы в данной экосистеме;
- какими цифровыми каналами продаж обладает организация, есть ли возможность выполнения всех функций на всех каналах продаж.

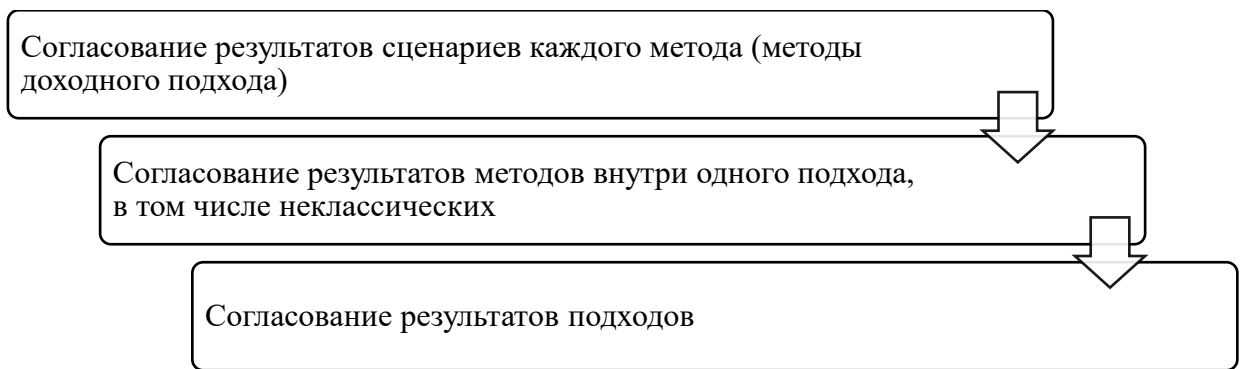
Выбор подходов и методов. Обоснование наибольшей репрезентативности использования метода дисконтированных дивидендов в рамках доходного подхода и метода рынка капитала с применением регрессионной модели (альтернативный метод) в рамках сравнительного подхода приведены в параграфе 2.1 исследования. Методика применения вышеуказанных методов представлена ранее в рамках параграфа 2.2.

Согласование промежуточных результатов и определение итоговой стоимости объекта оценки.

Сформирована многоступенчатая схема согласования результатов, что является следствием необходимости нивелирования высокой степени неопределенности как макроэкономической ситуации в России, так и развития цифровых решений.

Схема согласования результатов при проведении оценки стоимости организаций финансового сектора представлена на рисунке 15.

В рамках Федеральных стандартов, в целом, не предусматривается рассмотрение рекомендаций по оценке компаний в зависимости от отраслей деятельности. Более того, цифровизация финансового сектора и бизнес-процессов компаний финансового сектора, в частности, происходит стремительно. Таким образом, объективной и наиболее точной оценке компаний финансового сектора в условиях цифровой трансформации препятствует отсутствие научно-практических рекомендаций.



Источник: составлено автором.

Рисунок 15 – Схема согласования результатов при проведении оценки стоимости организаций финансового сектора

Учитывая, что цифровизация – относительно молодой тренд развития, как в целом, так и финансового рынка, в частности (подробнее развитие цифровизации в финансовом секторе описано в параграфе 1.1), присутствует достаточно большое количество вариантов цифровизации компаний финансового сектора, которые необходимо классифицировать, объединить в более широкие направления с целью возможности предложения общих рекомендаций по оценке стоимости в рамках каждого из подходов.

Рекомендации по анализу дополнительной информации, необходимость в указанном анализе возникает в связи с цифровым развитием компании, а также цифровой трансформацией сектора, в целом, призваны улучшить результаты применения методов доходного подхода, так как позволят учесть особенности цифровой среды и прогнозировать возможные последствия для стоимости бизнеса.

Доходный подход. Для того, чтобы отразить дополнительные аспекты, требующие анализа при реализации доходного подхода, расписаны основные компоненты денежного потока и для каждого определена рекомендация по необходимости анализа дополнительной информации. Дополнительная информация, которую необходимо проанализировать в связи с цифровой трансформацией бизнеса компании финансового сектора в рамках доходного подхода, представлена на рисунке 16. Тем не менее, отмечено, что степень

влияния каждого аспекта на элемент денежного потока определяется оценщиком экспертно и индивидуально для каждой компании.



Источник: составлено автором.

Рисунок 16 – Дополнительная информация, которую необходимо проанализировать в связи с цифровой трансформацией бизнеса компании финансового сектора в рамках доходного подхода

Таким образом, характеристика направлений возможности учета «цифрового» фактора развития компаний финансового сектора при использовании доходного подхода (метод дисконтированных дивидендов) представлена в таблице 42. Учет этих факторов позволит более точно оценить стоимость бизнеса компаний финансового сектора в условиях цифровой трансформации и принять взвешенные решения при использовании модели дисконтированных дивидендов в доходном подходе. Указанные рекомендации являются общими, не учитывают специфику каждой отдельной оцениваемой компании. Представленные направления учета является базовыми, и оценщику необходимо уточнять специфику компании.

Таблица 42 – Направления учета влияния цифровой трансформации бизнеса финансовых организаций в компонентах модели дисконтированных дивидендов

Компонент	Направление анализа
1	2
Объем реализации (натуральное и денежное выражение)	Первостепенно необходимо проанализировать тенденции изменения объемов реализации в натуральном выражении: определить группы товаров, которые значительно растут/сокращаются и определить причины таких тенденций. Таким образом, будет сформирован список факторов роста стоимости компании (которые первостепенно влияют на объем реализации). Далее предлагается проанализировать отдельно и более подробно влияние цифрового развития на объем реализации. Например, провести анализ изменения объема реализации до и после внедрения определенного цифрового решения. Если анализируется цифровой канал продаж и внедрение демонстрирует устойчивую отрицательную динамику на объем реализации, то компании необходимо начать поиск альтернативных каналов продаж
Цена реализации продукции / оказанных услуг	При проведении оценки у исполнителя имеется два пути подтверждения прогноза заказчика или потенциальных пути построения собственного прогноза (не взаимоисключающих, в идеале, взаимодополняющих): анализ рыночной конъюнктуры, анализ ретроспективной информации. При анализе рыночной информации, необходимо сравнить цены реализации/оказания услуг объекта оценки с конкурентной средой (ценовой политики конкурентов, при условии использования идентичных или схожих цифровых решений и/или цифровых каналов продаж, провести сравнительный анализ эффектов от внедрения определенных цифровых решений). В случае выявления менее конкурентоспособных цен у объекта оценки по сравнению с аналогами, предлагается пересмотр ценовой политики (например, применение дифференцированного ценообразования в разных регионах или поиск новых рынков с более выгодными условиями)
Расходы	В общем случае, при формировании расходов компании, необходимо провести анализ тенденций изменения статей затрат, их зависимость от изменения объемов реализации, классифицировать расходы на условно-переменные и условно-постоянные, запросить у заказчика более подробную информацию алгоритма формирования затрат и факторов их изменения. Далее необходимо проанализировать влияние внедрения цифровых решений на постоянные расходы компании. Например, в случае получения значимого объема выручки от реализации цифровых решений, компания может получить налоговые льготы от государства. Или, например, при необходимости большого помещения для серверов могут потребоваться большие площади аренды, взаимодействие классической модели банка и цифровых решений может потребовать большего количества затрат на административный контроль и другое. Анализ позволит определить возможные изменения в структуре постоянных расходов и их влияние на общую финансовую ситуацию компании. Также необходимо оценить влияние цифрового развития на переменные расходы компании. Например, снижение части затрат на реализацию за счет оптимизации процессов и внедрения цифрового решения, заключения контракта с новым поставщиком программного обеспечения для указанного цифрового решения и другое
Амортизация, капитальные вложения	Необходимо проанализировать влияние цифрового развития на амортизацию активов компании. Например, внедрение значимого количества нематериальных активов, может значительно повысить амортизационные отчисления, особенно учитывая достаточно высокую норму амортизации по ним (так как цифровые решения требуют постоянного обновления)

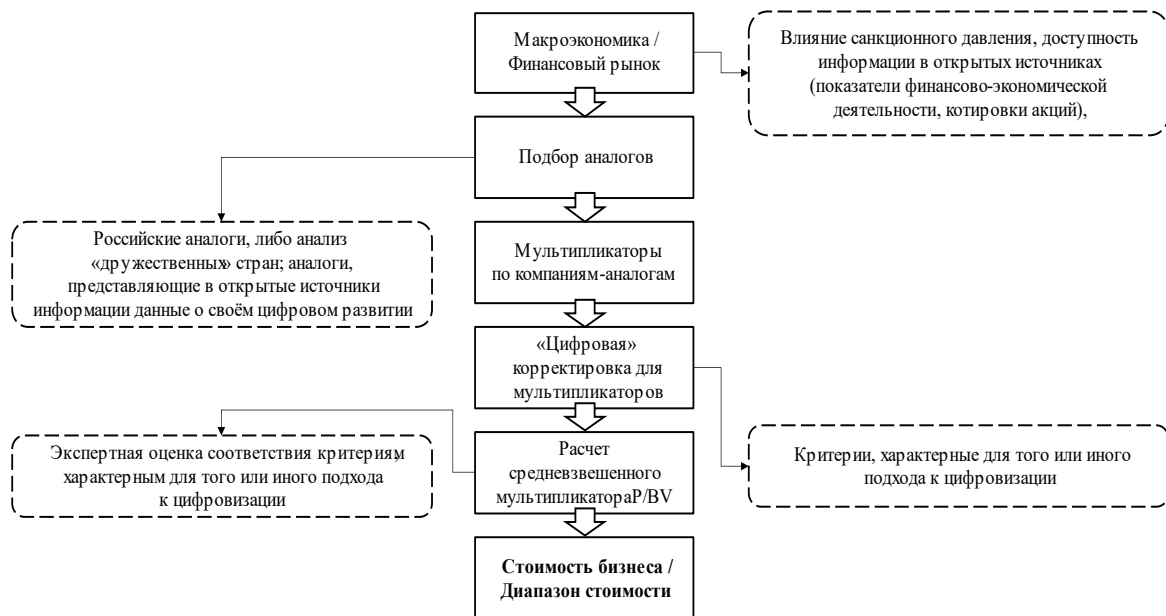
Продолжение таблицы 42

1	2
Амортизация, капитальные вложения	Более того, цифровые решения требуют специального оборудования, которое может быть дорогостоящим, а также запасные части к которому могут быть ограничены ввиду отсутствия доступа к иностранным поставщикам (по причине санкций со стороны недружественных стран). Изменение размера амортизационных платежей и необходимых капитальных вложений представляет собой более сложную задачу, чем оптимизация затрат, поскольку, в целом, на рынке предложение, в частности, ИТ-оборудования ограничено (особенно иностранного), в основном, предлагается по высокой цене, имеет высокую норму амортизации и требует высокого уровня капитальных вложений даже на поддержание. Путем сокращения инвестиций представляется поиск новых поставщиков комплектующих оборудования, импортозамещение, проведение комплексного анализа эффективности использования имеющихся активов с привлечением профильных специалистов
Специфический риск	Необходимо подробно изучить следующие аспекты, связанные с подходами к цифровому развитию компаний финансового сектора (подробнее в параграфе 1.3 исследования): коммуникации между бизнес-единицами, длительность цифрового перехода, степень обоснованности в прогнозировании развития компании, защищенность от киберугроз, защищенность личной информации клиентов. Алгоритм выявления и учета в прогнозе специфического риска компании финансового сектора в условиях цифровой трансформации: идентификация (выявление); оценка эффектов (положительных и негативных) при наступлении риска на различные аспекты бизнеса, определение приоритетности учета рисков в прогнозе; отражение в ставке дисконтирования (подробнее в предыдущем разделе исследования)
Прогнозный период	Длительность прогнозного периода подразумевает, что к концу денежные потоки стабилизируются, следовательно, необходимо определить наиболее дальнюю от даты оценки информацию об изменениях доходов/расходов компании, инвестициях, внедрении цифровых решений и прочее, в таком случае прогнозный период будет достаточным для возможности отражения указанных фактов в денежных потоках

Источник: составлено автором.

Сравнительный подход. Направления анализа информации о цифровой трансформации компаний финансового сектора в рамках сравнительного подхода представлены на рисунке 17.

Основные ограничения использования сравнительного подхода при оценке стоимости компаний финансового сектора в условиях цифровой трансформации приведены и подробно охарактеризованы ранее в рамках параграфа 1.3: закрытость информации, недостаточная развитость рынка.



Источник: составлено автором.

Рисунок 17 – Направления анализа информации о цифровой трансформации компаний финансового сектора в рамках сравнительного подхода в оценке

Учитывая, что при оценке будет иметься ограниченный диапазон аналогов, необходимо выстроить достаточно строгую систему отбора аналогов с целью учета цифрового развития компании, например:

- анализ соответствия подхода к цифровизации;
- размер и масштаб бизнеса;
- территория, на которой осуществляет деятельность оцениваемая компания и аналогов;
- анализ финансово-экономической деятельности оцениваемой компании и аналогов;
- анализ данных открытого рынка не только на дату оценки, но и за определенный промежуток «до», чтобы исключить возможность «крайних» (нерепрезентативных) показателей цен, объемов сделок и т.п.;
- учет скидок на торг, разницы цен предложения и спроса;
- анализ периода экспозиции аналогов.

Справочно: затратный подход. Применение затратного подхода будет соответствовать традиционной методике действий в рамках ФСО № 8:

- 1) анализ активов и обязательств, учет потенциальных ограничений на доступ к рынку с комплектующими, на заключение новых партнерских соглашений, эффект станционного давления, как на финансовый сектор, так и на сектор информационных технологий;
- 2) выявление специализированных и неспециализированных активов анализ специализированных активов на предмет наличия признаков экономического устаревания;
- 3) расчет стоимости активов и обязательств с учетом цифрового развития: возможны трудности с оценкой стоимости воспроизводства и / или замещения отдельных активов, которые являются уникальными, уникальное цифровое решение, и / или запрещены к ввозу на рынок Российской Федерации, что может привести к неоднородности цен предложений к продаже на вторичном рынке;
- 4) проведение дополнительных корректировок в соответствии с принятой методологией оценки.

Основные выводы по Главе 3. Апробация методики оценки стоимости российских организаций финансового сектора в условиях их цифровой трансформации продемонстрировала следующие результаты:

- подтверждение получения наиболее репрезентативного результата оценки доходным подходом методом дисконтированных дивидендов с учетом рекомендаций по совершенствованию;
- подтверждение репрезентативного результата трансформированным методом рынка капитала сравнительного подхода с учетом цифрового фактора;
- подтверждение возможности использования классического метода рынка капитала сравнительного подхода для подтверждения результатов доходного и сравнительного подходов с учетом цифрового фактора;
- низкий уровень репрезентативности результата

при использовании метода рынка капитала сравнительного подхода с применением регрессии даже для целей подтверждения результатов других методов (получение крайне широкого диапазона значений).

Сформулированы научно-практические рекомендации по совершенствованию и модификации методов оценки стоимости компаний финансового сектора в условиях цифровой трансформации.

Заключение

Цифровизация – неотъемлемый тренд компаний финансового сектора, который в будущем, продолжит активное развитие минимум в ближайшие десять лет.

При определении стоимости бизнеса необходимо понимать ключевые характеристики выбранного типа компаний в качестве объекта оценки, в рамках исследования – ключевые характеристики компаний финансового сектора, и в частности, кредитных и страховых организаций, которые станут основной для определения факторов стоимости компаний финансового сектора, в частности, кредитных и страховых организаций.

На дату проведения исследования в Российской Федерации не сформировано полноценного комплекта нормативно-правовых актов для регулирования внедрения и развития цифровых решений.

Большинство крупных финансовых компаний Российской Федерации планируют создание собственных экосистем, что усложняет процесс оценки, так как в ней задействовано сразу несколько бизнесов, при этом они взаимосвязаны – как потенциально возможное решение предложена оценка по-отдельности каждого бизнес-сегмента, далее возможен поиск эффекта синергии по аналогии с оценкой компаний при слияниях и поглощениях.

Финансовые компании планируют увеличить количество онлайн-платежей, что с одной стороны, позволяет точнее прогнозировать денежные потоки, так как о каждой операции в цифровом пространстве сохранится максимальное количество информации, с другой стороны, учитывая значительный темп роста развития способов проведения транзакций, часть операций может остаться неучтенной.

Большинство крупных финансовых компаний прогнозируют внедрение и использование в ближайшие несколько лет новых элементов цифровой экономики (биометрии, искусственного интеллекта, платформ, экосистем),

которые еще однозначно не идентифицированы (в научном сообществе и среди практиков) как объекты стоимостной оценки, более того, для большинства из них не сформирована (или не уточнена) методология оценки.

Риски кибербезопасности становятся ключевыми, необходимо выработать методику их оценки при определении специфического риска в рамках расчета ставки дисконтирования.

Начиная с марта 2022 г. из-за угрозы безопасности при проведении Российской Федерацией специальной военной операции в Украине, финансовые организации перестали публиковать свою отчетность на официальном сайте Банка России, что значительно ограничивает наличие информации в открытых источниках при проведении оценки.

Определена специфика компаний финансового сектора как объектов стоимостной оценки путем проведения анализа возможности идентификации различных видов компаний финансовых сектора в качестве объектов оценки согласно требованиям российского законодательства в области оценочной деятельности и сопоставления этих требований с требованиями законодательства о создании организаций финансового сектора экономики в зависимости от того, в каких организационно-правовых формах они могут создаваться. Таким образом, могут быть объектами оценки, исходя из своей организационно правовой формы и возможности являться объектами гражданского оборота: биржа, организатор торгов, клиринговая организация, ломбард, лизинговая организация, если создана в форме хозяйственного общества, управляющая компания инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов, негосударственных пенсионных фондов, специализированный депозитарий инвестиционных фондов, кредитная организация, профессиональный участник рынка ценных бумаг (если юридическое лицо создано в организационно-правовой форме хозяйственного общества), АО «Почта России», небанковские кредитные организации, микрофинансовые организации (если это не фонд

и не автономная некоммерческая организация), страховые организации (если только данная организация создана не в форме государственного или муниципального унитарного предприятия, некоммерческой организации), инвестиционные фонды (если инвестиционный фонд создан в виде акционерного общества), негосударственные пенсионные фонды. Представленный результат конкретизирует перечень объектов стоимостной оценки бизнеса для компаний финансового сектора, в отношении которых могут применяться методы оценки стоимости бизнеса

Выявлены факторы, влияющие на стоимость компаний финансового сектора, в том числе, связанные с цифровизацией, и предложена их классификация с делением на три группы: а) факторы стоимости, присущие любым организациям; б) факторы стоимости, присущие только компаниям финансового сектора в современных экономических условиях, в частности, дополнены факторы для кредитных организаций: динамика ключевой ставки Банка России, залоговое обеспечение, Индекс МОЕХ, величина ВВП; для страховых организаций: размер кредитного портфеля банковского сектора Российской Федерации; в) факторы стоимости, присущие компаниям финансового сектора в условиях цифровой трансформации, в частности, дополнены факторы: риск кибербезопасности, риск прекращения способности цифрового актива приносить доходы, степень реализации стратегии цифрового развития, уровень цифровой культуры, риски, связанные с подходом к цифровизации бизнеса.

Разработана методика балльной системы выбора методов оценки и их применимости с учетом сформированной иерархии для различных целей оценки в условиях цифровой трансформации:

- 1) анализ применимости подходов и методов оценки стоимости к компаниям финансового сектора в условиях цифровизации по следующим критериям: возможность учесть цифровую составляющую, сложность математического применения, отсутствие, в том числе частичное, необходимой информации в открытых источниках информации,

дополнительное ограничение;

2) определение приоритетности выбора методов оценки для определения стоимости компаний финансового сектора в условиях цифровизации на основе балльной системы оценки;

3) определение иерархии применимости методов оценки в зависимости от цели оценки: существуют ограничения использования подходов и методов, связанные с целью оценки, например, при ликвидации предприятия могут быть использованы не все методы стоимостной оценки.

Обоснована трансформация традиционных методов доходного и сравнительного подходов к оценке стоимости компаний финансового сектора с учетом выявленных их особенностей в условиях цифровизации, а также обосновано применение «неклассических» методов оценки стоимости: метода Ж. Демина и сравнительного подхода с применением регрессии.

В рамках доходного подхода разработаны модель прогнозирования величины кредитного портфеля банка с целью прогнозирования доходов кредитной организации и методика определения специфического риска компаний финансового сектора для определения ставки дисконтирования, возникающего ввиду цифровой трансформации.

Модель прогнозирования величины кредитного портфеля банка с целью прогнозирования доходов кредитной организации представлена формулой (2) в параграфе 1.3. Расчет премии за специфический риск для компании, связанного с цифровизацией, представлен формулой (3) в параграфе 1.3.

Предложена трансформация метода рынка капитала в сравнительном подходе оценки стоимости бизнеса в части применения разработанного оценочного средневзвешенного мультипликатора по подходу к цифровизации, риски цифровой трансформации рассматриваются по следующим направлениям: кибербезопасность, наличие и качество стратегии цифрового развития, цифровая доступность, цифровая культура, выбор подхода к цифровизации.

Разработан комплекс научно-практических рекомендаций по оценке стоимости компаний финансового сектора в условиях цифровой трансформации:

- предлагается многоступенчатая система согласования результатов оценки: а) согласование результатов сценариев каждого метода, б) согласование результатов методов внутри одного подхода, в том числе неклассических, в) согласование результатов подходов;
- определены ключевые направления учета влияния цифровой трансформации бизнеса финансовых организаций в компонентах модели дисконтированных дивидендов;
- определены ключевые направления анализа информации о цифровой трансформации компаний финансового сектора в рамках сравнительного подхода в оценке.

Представленные научные результаты исследования доказывают, что цель работы достигнута и решены поставленные задачи.

Список литературы

1. Стратегии научно-технологического развития Российской Федерации [Указ Президента Российской Федерации от 28.02.2024 № 145] / СПС «Гарант». – Текст : электронный. – URL: <https://www.garant.ru/products/ipo/prime/doc/408518353/> (дата обращения: 19.05.2024).
2. О национальных целях развития Российской Федерации на период до 2030 г. и на перспективу до 2036 г. [Указ Президента Российской Федерации от 07.05.2024 № 309] / СПС «Гарант». – Текст : электронный. – URL: <https://www.garant.ru/products/ipo/prime/doc/408892634/> (дата обращения: 19.05.2024).
3. Оценка бизнеса в цифровой экономике : учебник / коллектив авторов ; под редакцией М.А. Федотовой [и др.]. – Москва : КНОРУС, 2022. – 390 с. – (Бакалавриат). – ISBN 978-5-406-09225-5.
4. Оценка стоимости бизнеса : учебное пособие / В. Н. Жигалова. – Томск : Эль Контент, 2015. – 216 с. – ISBN 978-5-4332-0242-9.
5. Грязнова, А.Г. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / А.Г. Грязнова, М.А. Федотова, М.А. Эскиндаров [и др.]. – Москва : ИНТЕРРЕКЛАМА, 2003. – 544 с. – ISBN 5-8137-0094-3.
6. Касьяненко, Т.Г. Анализ и оценка рисков в бизнесе : учебник и практикум для СПО / Т.Г. Касьяненко, Г.А. Маховикова. – 2-е издание. – Москва : Издательство Юрайт, 2023. – 381 с. – ISBN 978-5-534-10194-2.
7. Касьяненко, Т.Г. Оценка бизнеса: особые случаи (Аспирантура). (Бакалавриат). (Магистратура) : монография / Т.Г. Касьяненко, А.А. Бакулина. Москва : КноРус, 2020. – 302 с. – 500 экз. – ISBN 978-5-466-01603-1.
8. Рутгайзер, В.М. Оценка стоимости бизнеса : учебное пособие / В.М. Рутгайзер. – Москва : Маросейка, 2018. – 432 с. – ISBN 978-5-903271-02-3.
9. Хлопцов, Д.М. Интервал или погрешность: актуальные вопросы точности и неопределенности в оценке стоимости / Д.М. Хлопцов,

Д.Д. Хлопцов // Вопросы оценки. – 2020. – № 4 (102). – С. 23–27. – ISSN 2224-0764.

10. Дамодаран, А. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов / А. Дамодаран. – Москва : Альпина Паблишер, 2005. – 1950 с. – ISBN 5-9614-0190-1.

11. Коупленд, Т. Стоимость компаний: оценка и управление / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин. – 3-е издание. – Москва : Олимп-Бизнес, 2005. – 576 с. – ISBN 5-901028-98-8.

12. Антилл, Н. Анализ компаний. Оценка компаний: анализ и прогнозирование с использованием отчетности по МСФО / Н. Антилл, К. Ли. – Москва : Альпина Паблишер; 2021. – 442 с. – ISBN 978-5-9614-6296-8.

13. Pratt, S.P. Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies / S.P. Pratt, A.V. Niculita. – New York : McGraw-Hill Companies, Inc, 2018. – 1129 p. – ISBN 0-07-144180-8.

14. Trugman, G.R. Understanding Business Valuation: a practical guide to valuing small to medium-sized businesses / G.R. Trugman. – New York : American Institute of Certified Public Accountants (AICPA), 2008. – 969 p. – ISBN 087-0-5174-81.

15. Sharpe, W.F. Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk / W.F. Sharpe // The Journal of Finance. – 1964. – № 3. – P. 425-442. – ISSN 1540-6261.

16. Шарп, У. Инвестиции / У. Шарп, Г. Александр, Дж. Бэйли : Перевод с английского А.Н. Буренина, А.А. Васина. – Москва : ИНФРА-М, 2007. – 1028 с. – ISBN 978-5-16-002595-7.

17. Black, F. Capital market equilibrium with restricted borrowing / F. Black // Journal of Business. – 1972. – № 3. Volume 45. – P. 444-455. – ISSN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI doi.org/10.1086/295472. – URL: [https://www.scirp.org/\(S\(oyulxb452alnt1aej1nfow45\)\)/reference/ReferencesPapers.aspx?ReferenceID=2213083](https://www.scirp.org/(S(oyulxb452alnt1aej1nfow45))/reference/ReferencesPapers.aspx?ReferenceID=2213083) (дата обращения: 03.08.2023).

18. Хитчнер, Д.Р. Три подхода к оценке стоимости бизнеса / Д.Р. Хитчнер. – Москва : Маросейка, 2008. – 304 с. – ISBN 5-903271-06-5.

19. Перцева, С.Ю. Цифровая трансформация финансового сектора / С.Ю. Перцева // Инновации в менеджменте. – 2018. – № 4 (18). – С. 48-53 – ISSN 2311-5319.
20. Информационно-аналитический материал «Эволюция интеграции финансов и современных технологий» / Blockchain24. Журнал о блокчейне : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://blockchain24.pro/evolyuciya-integracii-finansov-i-sovremennyh-tekhnologij> (дата обращения: 28.05.2023).
21. Горобченко, М.А. Влияние пандемии Covid-19 на процессы цифровизации в мире / М.А. Горобченко // Скиф. – 2022. – № 12 (76). – С. 53-58. – ISSN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI отсутствует – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/vliyanie-pandemii-covid-19-na-protsessy-tsifrovizatsii-v-mire> (дата обращения: 28.05.2023).
22. Самедов, К.Т. Развитие финтех индустрии и влияние на банковский сектор / К.Т. Самедов // Инновации и инвестиции. – 2019. – № 10. – С. 410-413. – ISSN 2307-180X.
23. Алпатова, Э.С. Влияние финансовых технологий на развитие банковского сектора / Э.С. Алпатова // Экономика: вчера, сегодня, завтра. – 2019. – № 1А. Том 9. – С. 783-790. – ISSN 2222-9167.
24. Ваганова, О.В. The Impact of New Financial Technology on the Development of the Domestic Financial Market = Влияние новых финансовых технологий на развитие отечественного финансового рынка / О.В. Ваганова, Н.И. Быканова, Л.А. Коньшина, Д.В. Гордя // Финансовая экономика. – 2020. – № 6. – С. 133-139. – ISSN 2075-7786.
25. Оценка стоимости ценных бумаг и бизнеса / И.В. Косорукова, С.А. Секачев, М.А. Шуклина ; под редакцией И.В. Косоруковой. – Москва : Московский финансово-промышленный университет «Синергия», 2015. – 904 с. – ISBN 978-5-4257-0213-5.
26. Чугунова, И.В. Оценка стоимости бизнеса : учебное пособие для студентов экономических направлений / И.В. Чугунова. – Рубцовск : Рубцовский индустриальный институт, 2020. – 76 с. – ISBN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL:

https://edu.rubinst.ru/resources/books/Chugunova_I.V._Otsenka_stoimosti_biznesa_UP_2020.pdf (дата обращения: 29.05.2023).

27. Вороновская, Я.С. Факторы, влияющие на стоимость бизнеса / Я.С. Вороновская, А.А. Малюченко // Актуальные проблемы авиации и космонавтики. – 2018. – № 14. – С. 669-670. – ISSN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/factory-vliyayuschie-na-stoimost-biznesa> (дата обращения: 20.01.2024).

28. Волкова, Ю.В. Факторы стоимости и индикаторы эффективности в стоимостном управлении бизнесом / Ю.В. Волкова // Human Progress. – 2019. – № 4. Том 5. – eISSN 2414-4916. – Текст : электронный. – DOI 10.34709/IM.154.3 – URL: http://progresshuman.com/images/2019/Tom5_4/Volkova.pdf (дата обращения: 20.01.2024).

29. Филиппова, А.А. Факторы рыночной стоимости коммерческого банка / А.А. Филиппова // Финансы и кредит. – 2011. – № 32 (464). – С. 15-23. – ISSN 2071-4688.

30. Мозгалева, Т.Н. Адаптация оценки рыночной стоимости коммерческого банка к условиям современной российской экономики : специальность 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» : автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Мозгалева Татьяна Николаевна ; Московский государственный университет имени М.В. Ломоносова. – Москва, 2008. – 30 с. – Библиогр.: с. 30. – Место защиты : Московский государственный университет имени М.В. Ломоносова // Научная электронная библиотека «elibrary.ru» : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=15871513> (дата обращения: 20.01.2024).

31. Головина, Г.П. Оценка рыночной стоимости коммерческого банка : специальность 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» : автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Головина Галина Петровна ; Самарский государственный университет – Самара, 2010. – 19 с. – Библиогр.: с. 18-19.

– Место защиты : Самарский государственный университет // Национальная электронная библиотека: сайт. – Текст : электронный.
 – URL: https://rusneb.ru/catalog/000199_000009_004613646/ (дата обращения: 20.01.2024).

32. Будицкий, А.Е. Стоимость коммерческого банка и методика ее оценки : специальность 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» : автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Будицкий Алексей Евгеньевич ; Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации. – Москва, 2009. – 23 с.
 – Библиогр.: с. 23. – Место защиты : Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации // Национальная электронная библиотека: сайт. – Текст : электронный. – URL: https://rusneb.ru/catalog/000199_000009_003465727/ (дата обращения: 20.01.2024).

33. Фролова, В.Б. Исследование факторов стоимости банковского бизнеса / В.Б. Фролова, Т.В. Хань // Финансы и кредит. – 2018. – № 5. Том 24. – С. 1109-1128. – ISSN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI отсутствует.
 – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/issledovanie-faktorov-stoimosti-bankovskogo-biznesa> (дата обращения: 20.01.2024).

34. Братов, А.Б. Факторы, влияющие на стоимость инвестиционного банка / А.Б. Братов // Российское предпринимательство. – 2015. – № 16. Том. 16. – С. 2551-2564. – ISSN 1994-6937. – Текст : электронный.
 – DOI 10.18334/rp.16-16.613 – URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=24254196> (дата обращения: 20.01.2024).

35. Карминский, А.М. Методы оценки стоимости коммерческого банка в условиях глобализации / А.М. Карминский, Э.А. Фролова // Вестник МГИМО-Университета. – 2015. – № 3 (42). – С. 173-183. – ISSN 2071-8160.
 – Текст : электронный. – DOI 10.24833/2071-8160-2015-3-42-173-183. – URL: <https://vestnik.mgimo.ru/jour/article/view/367/367> (дата обращения: 20.01.2024).

36. Dermine, J. Bank valuation with an application to the implicit duration of non-maturing deposits. / J. Dermine // International Journal of Banking Accounting and Finance, Inderscience Enterprises Ltd. – 2010. – Volume 2 (1).

– Р. 1–30. – ISSN отсутствует. – Текст : электронный.
 – DOI 10.2139/ssrn.1520507. – URL:

https://www.researchgate.net/publication/227441079_Bank_Valuation_With_an_Application_to_the_Implicit_Duration_of_Non-Maturing_Deposits (дата обращения: 20.01.2024).

37. Богатырев, С.Ю. Оценка стоимости российского банка в условиях международных экономических санкций / С.Ю. Богатырев, С.С. Добрынин // Финансы и кредит. – 2015. – № 9. – С. 2–13. – ISSN 2071-4688.

38. Блэк, Дж. Компания / Дж. Блэк // Экономика: Толковый словарь. – Москва : Инфра-М, 2000. – 829 с. – ISBN 5-16-000-104-2.

39. Российская Федерация. Законы. Налоговый кодекс Российской Федерации (часть вторая) : федеральный закон [принят Государственной Думой 19 июля 2000 года]. – СПС «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_28165/ (дата обращения: 21.05.2024).

40. Рожковский, А.Л. Специфика оценки и управления эффективностью коммерческих банков по критерию стоимости / А.Л. Рожковский // Известия высших учебных заведений. Серия: Экономика, финансы и управление производством. – 2016. – № 2. – С. 10–19. – ISSN 2218-1784.

41. Помулев, А.А. Управление потенциально проблемными активами как фактор роста стоимости коммерческого банка / А.А. Помулев // Имущественные отношения в России. – 2021. – № 8 (239). – С. 13-26. – ISSN 2072-4098.

42. Развитие финансовых технологий / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://cbr.ru/fintech/> (дата обращения: 17.01.2024).

43. Об Основных направлениях реализации цифровой повестки Евразийского экономического союза до 2025 года [Решение Высшего Евразийского экономического совета от 11.10.2017 № 12] /

СПС «КонсультантПлюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_282472/24608455a788c3117638cfd3ecf63771c8130c6f/ (дата обращения: 20.04.2025).

44. Информационно-аналитический материал «Measuring the digital economy: current work and future challenges» / OECD : официальный сайт. – Париж. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://unece.org/fileadmin/DAM/stats/documents/ece/ces/bur/2019/October/19_Digital_Economy_OECD.pdf (дата обращения: 24.05.2024).

45. Сурина, А.В. История развития и современные понятия цифровой трансформации / А.В. Сурина, В.Б. Мироненков // SAEC. – 2024. – № 2. – С. 184-193. – ISSN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/istoriya-razvitiya-i-sovremennye-ponyatiya-tsifrovoy-transformatsii> (дата обращения: 19.03.2025).

46. Информационно-аналитический материал «World Investment Report 2019» / UNCTAD : официальный сайт. – Женева. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://unctad.org/publication/world-investment-report-2019> (дата обращения: 20.04.2025).

47. Информационно-аналитический материал «Затраты организаций на внедрение и использование цифровых технологий по видам экономической деятельности в 2023 г.» / Росстат : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://70.rosstat.gov.ru/storage/mediabank/Затраты%20организаций%20на%20внедрение%20и%20использование%20цифровых%20технологии.pdf> (дата обращения: 20.04.2025).

48. Никонова, Я.И. Цифровая трансформация финансового сектора Российской экономики / Я.И. Никонова, А.Г. Ивасенко // Международный научно-исследовательский журнал. – 2023. – № 1 (127). – ISSN 2303-9868. – Текст : электронный. – DOI 10.23670/IRJ.2023.127.82. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/tsifrovaya-transformatsiya-finansovogo-sektora-rossiyskoj-ekonomiki> (дата обращения: 17.06.2023).

49. Лаптева Е.В. Цифровая трансформация финансового сектора Российской экономики / Е.В. Лаптева, Е.П. Огородникова // Развитие науки в эпоху цифровизации: проблемы, тенденции, прогнозы : монография. – Петрозаводск : Международный центр научного партнерства «Новая Наука», 2019. – С. 215-227. – 251 стр. – 1000 экз. – ISSN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://elibrary.ru/uzkvug> (дата обращения: 17.06.2023).

50. Cuesta C. The Digital Tansformation of the Banking Industry / C. Cuesta, M. Ruesta, D. Tuesta // BBVA Res : сайт. – 2015. – № 1-10. – ISSN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: https://www.bbvaresearch.com/wp-content/uploads/2015/08/EN_Observatorio_Banca_Digital_vf3.pdf (дата обращения: 12.06.2023).

51. Абдрахманова, Г.И. Цифровая экономика : 2022 : краткий статистический сборник / Г.И. Абдрахманова, С.А. Васильковский, К.О. Вишневский. – Москва : Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», 2022. – 124 с. – ISBN 978-5-7598-2599-9. – Текст : электронный. – DOI 10.17323/978-5-7598-2599-9. – URL: <https://issek.hse.ru/mirror/pubs/share/552091260.pdf> (дата обращения: 12.06.2023).

52. Информационно-аналитический материал «Основные показатели использования информационных и коммуникационных технологий в организациях» / Росстат : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://56.rosstat.gov.ru/storage/document/document_statistic_collection/2024-10/02/таб.pdf (дата обращения: 20.04.2025).

53. The Four Faces of Digital Marketing / American Marketing Association : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://web.archive.org/web/20200213101612/https://www.ama.org/marketing-news/the-four-faces-of-digital-marketing/> (дата обращения: 24.03.2023).

54. Definition of digital marketing / Financial Times : сайт. – Текст :

электронный. — URL:
<https://web.archive.org/web/20171129124232/http://lexicon.ft.com/Term?term=digital-marketing> (дата обращения: 24.03.2023).

55. BusinessYield : сайт. — URL:
<https://businessyield.com/ru/technology/digital-strategy/> (дата обращения: 24.03.2023). — Текст : электронный.

56. Информационно-аналитический материал «Учебник 4CDTO. О цифровизации и цифровой трансформации. Второе издание» / 4CDTO : сайт. — Текст : электронный. — URL:<https://4cdto.4cio.ru/#collegium> (дата обращения: 24.03.2023).

57. Ларионов, В.Г. Цифровая стратегия предприятия: реалии и возможности трансформации / В.Г. Ларионов, Е.Н. Шереметьева, Е.П. Баринова // Вестник АГТУ. Серия: Экономика. — 2023. — № 1. — С. 7-12. — ISSN 2073-5537. — Текст : электронный. — DOI отсутствует. — URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=50441637> (дата обращения: 17.06.2023).

58. Информационно-аналитический материал «Разработка digital-стратегии компании: про этапы, примеры и важность для бизнеса» / Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики» : сайт. — Текст : электронный. — URL: <https://marketing.hse.ru/blog/razrabotka-digital-strategii-kompanii/> (дата обращения: 17.06.2023).

59. Информационно-аналитический материал «Активы 100 крупнейших финансовых групп Российской Федерации по итогам 2020 г. впервые превысили ВВП страны» / Онлайн-издание «Коммерсантъ» : сайт. — Текст : электронный. — URL: <https://www.kommersant.ru/doc/5029279> (дата обращения: 17.06.2023).

60. Быканова, Н.И. Формирование экосистем банков в условиях цифровизации банковского пространства / Н.И. Быканова, Ю.А. Соловей, Д.В. Гордя, Л.А. Коньшина // Экономика. Информатика. — 2020. — № 1. — С. 91-100. — ISSN 2310-7529. — Текст : электронный. — DOI 10.18413/2687-0932-2020-47-1-91-100. — URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=43899285> (дата обращения: 17.06.2023).

61. Об утверждении федеральных стандартов оценки и о внесении изменений в некоторые приказы Минэкономразвития России о федеральных стандартах оценки [Приказ Минэкономразвития России от 14 апреля 2022 г. № 200] / СПС «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_415358/ (дата обращения: 19.05.2024).

62. Информационно-аналитический материал «Список кредитных организаций, зарегистрированных на территории Российской Федерации» / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://cbr.ru/banking_sector/credit/FullCoList/ (дата обращения: 17.06.2025).

63. Информационно-аналитический материал «Реестры» / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://cbr.ru/insurance/registers/> (дата обращения: 17.06.2025).

64. Информационно-аналитический материал «The countries experiencing the most ‘significant’ cyber-attacks» / Specops : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://specopssoft.com/blog/countries-experiencing-significant-cyber-attacks/> (дата обращения: 17.06.2023).

65. Информационно-аналитический материал «Информационная безопасность» / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://cbr.ru/analytics/ib/> (дата обращения: 17.06.2023).

66. Попова, Е.Д. Компании финансового рынка как особые объекты оценки в условиях цифровой трансформации / Е.Д. Попова // Финансовые рынки и банки. – 2023. – № 12. – С. 118-124. – ISSN 2658-3917.

67. Информационно-аналитический материал «Страховые (в том числе перестраховочные) организации» / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://cbr.ru/admissionfinmarket/navigator/ssd/> (дата обращения: 27.04.2025).

68. Эриашвили, Н.Д. Банковское право : учебник для студентов вузов,

обучающихся по специальности «Юриспруденция», «Финансы и кредит» / Н.Д. Эриашвили. – 9-е издание, переработанное и дополненное. – Москва : ЮНИТИ-ДАНА, 2017. – 615 с. – ISBN 978-5-238-02170-6.

69. Информационно-аналитический материал «Перечень некоторых видов организаций, которые следует относить к организациям финансового рынка для целей исполнения главы 20.1 Налогового кодекса Российской Федерации» / Федеральная налоговая служба : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://data.nalog.ru/html/sites/www.340fzreport.nalog.ru/doc/splist_25082020.pdf (дата обращения: 17.06.2023).

70. Информационно-аналитический материал «Перечень организаций финансового сектора (для формирования показателей макроэкономической статистики и для использования респондентами при составлении отчетности, содержащей данные в секторальном разрезе)» / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://cbr.ru/statistics/reporting/lidt_org_fin/ (дата обращения: 02.06.2024).

71. Оценка стоимости бизнеса : учебник / коллектив авторов ; под редакцией М.А. Эскиндарова, М.А. Федотовой. – 2-е издание. – Москва : Кнорус, 2023. – 320 с. – ISBN 978-5-406-04108-6.

72. Об обязательных нормативах банков с базовой лицензией. [Инструкция Банка России от 6 декабря 2017 г. № 183-И] / СПС «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_510144/ (дата обращения: 02.06.2024).

73. Об обязательных нормативах и надбавках к нормативам достаточности капитала банков с универсальной лицензией [Инструкция Банка России от 29 ноября 2019 г. № 199-И] / СПС «Консультант-плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_342089/ (дата обращения: 02.06.2024).

74. Российская Федерация. Законы. О страховании вкладов в банках

Российской Федерации : федеральный закон [принят Государственной Думой 28 ноября 2003 года]. – СПС «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_45769/ (дата обращения: 02.06.2024).

75. Российская Федерация. Законы. О банках и банковской деятельности : федеральный закон [принят Государственной Думой 2 декабря 1990 года]. – СПС «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_5842/ (дата обращения: 02.06.2024).

76. Деньги, кредит, банки : учебник / под общей редакцией М.С. Марамыгина, Е.Н. Прокофьевой. – Екатеринбург : Издательство Уральского университета, 2019. – 384 с. – ISBN 978-5-7996-2741-6.

77. Информационно-аналитический материал «Результаты Группы Сбер» / ПАО Сбербанк : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.sberbank.com/ru/investor-relations/groupresults> (дата обращения: 02.06.2024).

78. Информационно-аналитический материал «Годовые отчеты» / Банк ВТБ (ПАО) : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://www.vtb.ru/ir/statements/annual/> (дата обращения: 02.06.2024).

79. Информационно-аналитический материал «Отчетность по Международным стандартам (МСФО)» / АО «Россельхозбанк» : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://www.rshb.ru/investors/msfo/> (дата обращения: 02.06.2024).

80. Информационно-аналитический материал «Информационные технологии в группе ВТБ» / Tadviser : сайт. – Текст : электронный. – URL: https://www.tadviser.ru/index.php/Статья:Информационные_технологии_в_группе_ВТБ (дата обращения: 02.06.2024).

81. Кузовкова, Т.А. Интегральная модель банковского бизнеса в цифровой среде и оценка синергии ее эффективности / Т.А. Кузовкова,

О.И. Шаравова, А.Д. Кузовков, А.А. Вольнов // Электронный научный журнал «Век качества». – 2024. – № 2. – С. 109-140. – ISSN 2500-1841. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <http://www.agequal.ru/pdf/2024/224006.pdf> (дата обращения: 02.06.2024).

82. Информационно-аналитический материал «МТС Банк представил обновленную стратегию развития до 2027 года» / ПАО «МТС Банк» : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://www.mtsbank.ru/o-banke/novosti/detail/1151071/> (дата обращения: 02.06.2024).

83. Информационно-аналитический материал «Московская биржа утвердила стратегию развития до 2028 года и обновила дивидендную политику» / Московская Биржа : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://www.moex.com/n64288> (дата обращения: 02.06.2024).

84. Информационно-аналитический материал «Online payment market» / MarkWideResearch : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://markwideresearch.com/online-payment-market/> (дата обращения: 02.06.2024).

85. «Цифровизация Почты России» / Tadviser : сайт. – Текст : электронный. – URL: https://www.tadviser.ru/index.php/Статья:Цифровизация_Почты_России (дата обращения: 02.06.2024).

86. ПАО «РОСБАНК» : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://www.rosbank.ru/o-banke/raskrytie-informacii/otchetnost/> (дата обращения: 02.06.2024). – Текст : электронный.

87. АО «ТБанк» : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://www.tbank.ru/about/documents/disclosure/> (дата обращения: 02.06.2024). – Текст : электронный.

88. Попова, Е.Д. «Окружающая среда» банка: аспекты, элементы, факторы, тенденции / Е.Д. Попова, Т.В. Седова // Финансовая жизнь. – 2024. – № 2. – С. 158-163. – ISSN 2218-4708.

89. О порядке формирования кредитными организациями резервов на возможные потери по ссудам, ссудной и приравненной к ней задолженности [Положение Банка России от 28.06.2017 № 590-П] / СПС «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_220089/ (дата обращения: 02.06.2024).

90. Аналитический обзор «Банковский сектор» / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://www.garant.ru/products/ipo/prime/doc/71621612/> (дата обращения: 02.06.2024).

91. Помулев, А.А. Методологические аспекты стоимостной оценки кредитных организаций в условиях внешней неопределенности / А.А. Помулев, Н.С. Помулева // Финансы: теория и практика. – 2022. – № 26 (6). – С. 212-232. – ISSN 2587-5671.

92. Информационно-аналитический материал «Ключевая ставка Банка России» / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://cbr.ru/hd_base/KeyRate/ (дата обращения: 02.06.2024).

93. Информационно-аналитический материал «Обзор ключевых показателей деятельности страховщиков» / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://cbr.ru/analytics/insurance/overview_insurers/ (дата обращения: 05.05.2025).

94. Информационно-аналитический материал «Статистические показатели банковского сектора Российской Федерации» / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://cbr.ru/statistics/bank_sector/review/ (дата обращения: 02.06.2024).

95. Информационно-аналитический материал «Обзор российского финансового сектора и финансовых инструментов (2022 г.)» / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст :

электронный. — URL:
https://cbr.ru/Collection/Collection/File/43892/overview_2022.pdf (дата обращения: 15.11.2023).

96. Информационно-аналитический материал «Индекс МосБиржи и Индекс РТС» / Московская Биржа : официальный сайт. — Москва. — Обновляется в течение суток. — Текст : электронный. — URL: <https://www.moex.com/ru/index/IMOEX/archive?from=2023-12-09&till=2024-01-09&sort=TRADEDATE&order=desc> (дата обращения: 15.11.2023).

97. Информационно-аналитический материал «В SberCIB спрогнозировали рост индекса Мосбиржи в ближайшие 4 года» / Онлайн-издание РБК : сайт. — Текст : электронный. — URL: <https://quote.rbc.ru/news/article/646b35649a7947214040d034> (дата обращения: 15.11.2023).

98. Информационно-аналитический материал «Барьеры цифровизации» / Digitalnonprofit : сайт. — Текст : электронный. — URL: <https://digitalnonprofit.ru/barriers> (дата обращения: 15.11.2023).

99. Черкасова, В.А. Влияние цифровизации бизнеса на финансовые показатели российских компаний / В.А. Черкасова, Г.А. Слепушенко // Финансы: теория и практика. — 2021. — № 2. — С. 128-142 — ISSN 2587-5671.

100. Стоимость банка : монография / ММ. Ковалев, А.В. Василевский. — Минск : Издательский центр БГУ, 2018. — 145 с. — ISBN 978-985-553-498-4.

101. Донецкова, О.Ю. Оценка банковского бизнеса: методические указания для лабораторных работ / О.Ю. Донецкова. — Оренбург : ОГУ, 2016. — 53 с. — Текст : электронный. — ISBN отсутствует. — URL: <http://elib.osu.ru/bitstream/123456789/12944/1/Донецкова.pdf> (дата обращения: 20.01.2024).

102. Секачев, С.А. Оценка стоимости кредитных организаций и финансовых институтов : учебное пособие / С.А. Секачев. — Москва. — 2010. — 86 с. — ISBN отсутствует. — Текст : электронный. — URL: https://e-biblio.ru/book/bib/ocenka_stoimosti.pdf (дата обращения: 20.01.2024).

103. Бганба, К.Р. Особенности оценки стоимости кредитных

организаций / К.Р. Бганба, Х.К. Мустафазаде // Экономика и бизнес: теория и практика. – 2020. – № 11-1 (69). – С. 119-122. – ISSN 2411-0450.

104. Информационно-аналитический материал «Акции банков и финансовых компаний Российской Федерации» / БанкиРу : сайт. – Текст : электронный. – URL: https://www.banki.ru/investment/shares/russian_shares/sphere-finance/ (дата обращения: 20.01.2024).

105. Глисин, А.Ф. Почему сравнительный подход нельзя назвать «быстрой и грязной» оценкой: сферы применения, необходимые и достаточные условия применения подхода / А.Ф. Глисин, Е.Д. Попова // Вопросы оценки. – 2021. – № 1 (103). – С. 45-49. – ISSN 2224-0764.

106. Шкодинский, С.В. Цифровая трансформация банковских бизнес-моделей и проблемы обеспечения кибербезопасности / С.В. Шкодинский, Ю.А. Крупнов, О.М. Толмач // Вестник евразийской науки. – 2023. – № 3. Том 15. – ISSN 2588-0101. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://esj.today/PDF/08ECVN323.pdf> (дата обращения: 20.01.2024).

107. Гаджиева, К.А. Проблемы учета нематериальных активов / К.А. Гаджиева, А.Х. Ибрагимова // Символ науки. – 2017. – № 3. – С. 50-52. – ISSN 2410-700X.

108. Попова, Е.Д. Драйверы роста стоимости кредитных организаций в условиях цифровой трансформации / Е.Д. Попова // Российский экономический интернет-журнал. – 2023. – № 2. – ISSN 2218-5402. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=54237732> (дата обращения: 09.07.2025).

109. Попова, Е.Д. Модификация метода рынка капитала при оценке стоимости компаний финансового сектора в условиях цифровизации / Е.Д. Попова // Финансовые рынки и банки. – 2024. – № 11. – С. 193-199. – ISSN 2658-3917.

110. Информационно-аналитический материал «Valuing high-tech companies. McKinsey» / McKinsey : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://>

www.mckinsey.com/

~/media/McKinsey/Business%20Functions/Strategy%20and%20Corporate%20Finance/ Our%20Insights/Valuing%20high%20tech%20companies/Valuing%20high-tech%20companies.ashx (дата обращения: 10.01.2024).

111. Салманов, О.Н. Оценка стоимости коммерческих банков методом мультипликаторов / О.Н. Салманов // Финансовая аналитика: проблемы и решения. – 2019. – № 1. Том 12. – С. 90-106 – ISSN 2073-4484.

112. Информационно-аналитический материал «Исследование цифровой зрелости розничных банков – 2023» / SDI360 : сайт. – Текст : электронный. – URL: https://sdi360.ru/banks_23 (дата обращения: 21.01.2024).

113. Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации на 2024 год и на плановый период 2025 и 2026 годов [разработан Минэкономразвития России] / СПС «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_457874/ (дата обращения: 21.01.2024).

114. Информационно-аналитический материал «Макроэкономический опрос Банка России» / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://cbr.ru/statistics/ddkp/mo_br/ (дата обращения: 21.01.2024).

115. OECD : сайт. – URL: <https://www.oecd.org/en/events/2024/02.html> (дата обращения: 21.01.2024). – Текст : электронный.

116. Refinitiv Eikon : сайт. – URL: <https://eikon.refinitiv.com/> (дата обращения: 21.01.2024). – Текст : электронный.

117. Информационно-аналитический материал «Некоторые особенности определения рыночной стоимости привилегированных акций доходным подходом» / Appraiser : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.appraiser.ru/default.aspx?SectionId=188&Id=1335&mode=doc> (дата обращения: 21.01.2024).

118. Информационно-аналитический материал «Дивидендная доходность» / Московская Биржа : официальный сайт. – Москва.

– Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://www.moex.com/ru/listing/dividend-yield.aspx> (дата обращения: 21.01.2024).

119. Информационно-аналитический материал «Обзоры операций, совершенных без согласия клиентов финансовых организаций за 2016-2022 гг.: аналитические отчеты Департамента информационной безопасности Банка России» / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://cbr.ru/analytics/ib/operations_survey_2022/ (дата обращения: 10.01.2024).

120. Mercer, Z. Christopher. The Adjusted Capital Asset Pricing Model for Developing Capitalization Rates: An Extension of Previous Build-Up Methodologies Based Upon the CAPM. Business valuation Review / Z. Christopher Mercer // Business valuation review. – 1989. – P. 147-156. – ISSN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI 10.5791/0882-2875-8.4.147. – URL: <https://colab.ws/articles/10.5791%2F0882-2875-8.4.147> (дата обращения: 10.01.2024).

121. Информационно-аналитический материал «Сбер» представил новую стратегию, что важно знать» / Онлайн-издание «РБК» : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.rbc.ru/finances/06/12/2023/656f1cfc9a79474abd886bfb> (дата обращения: 10.01.2024).

122. ВТБ (ПАО) : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://www.vtb.ru/about/bank/strategy/> (дата обращения: 10.01.2024). – Текст : электронный.

123. Информационно-аналитический материал «Правление одобрило Стратегию цифровой трансформации Группы «Газпром» на 2022–2026 годы» / ПАО «Газпром» : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://www.gazprom.ru/press/news/2021/december/article545124/> (дата обращения: 10.01.2024).

124. Информационно-аналитический материал «Формула роста МТС

Банка: как работает один из самых быстрорастущих банков в Российской Федерации» / Incrussia : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://incrussia.ru/specials/mts-bank-growth/> (дата обращения: 10.01.2024).

125. Сердюк, В.Д. Цифровые экосистемы строительной компании / В.Д. Сердюк // Актуальные проблемы и перспективы развития потребительского рынка : материалы XI Всероссийской с международным участием научно-практической конференции студентов и учащихся : Том 2. – Пермь : Пермский институт (филиал) РЭУ им. Г. В. Плеханова, 2022. – С. 506-511. – ISBN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=50434265> (дата обращения: 10.01.2024).

126. Информационно-аналитический материал «СБЕР – больше, чем банк» / ПАО Сбербанк : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://www.sberbank.com/ru/ecs> (дата обращения: 10.01.2024).

127. Информационно-аналитический материал «ГПБ Бизнес-Онлайн» / Банк ГПБ (АО) : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://www.gazprombank.ru/business/gpb-bol/> (дата обращения: 10.01.2024).

128. Информационно-аналитический материал «Развитие экосистемы МТС» / ПАО «МТС» : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://ar2022.mts.ru/obzor-transformaczii-ekosistemy/razvitie-ekosistemy-mts/#%25d0%25bc%25d0%25b5%25d0%25b4%25d0%25b8%25d0%25b0https://www.rostov.kp.ru/online/news/4239419/> (дата обращения: 10.01.2024).

129. Информационно-аналитический материал «Экосистема и миллионы клиентов: в ВТБ рассказали о стратегии развития» / Онлайн-издание «Комсомольская правда» : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.rostov.kp.ru/online/news/4239419/> (дата обращения: 10.01.2024).

130. Информационно-аналитический материал «В Сбере рассказали о количестве кибератак против банка во 2 квартале 2023 года» / Онлайн-издание «Комсомольская правда» : сайт. – Текст : электронный. – URL:

<https://www.vrn.kp.ru/daily/27553/4821642/> (дата обращения: 10.01.2024).

131. Захматов, Д.Ю. Методология и инструментарий оценки влияния ESG факторов на стоимость промышленных предприятий : специальность 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» : диссертация на соискание ученой степени доктора экономических наук / Захматов Дмитрий Юрьевич ; Казанский (Приволжский) Федеральный университет – Казань, 2023. – 338 с. – Библиогр. : с. 246-286. – Место защиты: Казанский (Приволжский) Федеральный университет // Казанский (Приволжский) федеральный университет : сайт. – Текст : электронный. – URL: https://shelly.kpfu.ru/e-ksu/docs/DISSERTATION/F1015169353/Dissertaciya_Zakhmatov_D.Yu.pdf (дата обращения: 10.01.2024).

132. Информационно-аналитический материал «Top 10 Trends for 2023» / Accenture: сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.accenture.com/content/dam/accenture/final/industry/banking/document/Accenture-Banking-Top-10-Trends-2023.pdf#zoom=40> (дата обращения: 29.05.2023).

133. Алпатова, Э.С. Влияние финансовых технологий на развитие банковского сектора / Э.С. Алпатова // Экономика: вчера, сегодня, завтра. – 2019. – № 1А. Том 9. – С. 783-790. – ISSN 2222-9167.

134. Информационно-аналитический материал «Анализ размера и доли рынка финансовых технологий в США – тенденции роста и прогнозы (2023-2028 гг.)» / MordorIntelligence : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.mordorintelligence.com/ru/industry-reports/us-fintech-market> (дата обращения: 12.06.2023).

135. Ручкина, Г.Ф. Финансовые технологии в Российской Федерации и за рубежом: тенденции правового регулирования создания и использования / Г.Ф. Ручкина // Банковское право. – 2018 – № 2. – С. 7-17. – ISSN 1812-3945.

136. Информационно-аналитический материал «Финтех в США» / FinMV : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://finmv.com/ru/market/usa#1> (дата обращения: 12.06.2023).

137. Информационно-аналитический материал «Финансовая цифровизация «с китайской спецификой» / Российский совет по международным делам : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://russiancouncil.ru/analytics-and-comments/columns/cybercolumn/finansovaya-tsifrovizatsiya-s-kitayskoy-spetsifikoy/> (дата обращения: 03.06.2023).

138. Ермакова, Е.П. Правовое регулирование цифрового банкинга в Российской Федерации и зарубежных странах (Европейский союз, США, КНР) / Е.П. Ермакова, Е.Е. Фролова // Вестник Пермского университета. Юридические науки. – 2019. – № 46. – С. 606-625. – ISSN 1995-4190.

139. Информационно-аналитический материал «The Central People's Government of the People's Republic of China» / Государственный совет Китая : официальный сайт. – Пекин. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://www.gov.cn/gzdt/2013-12/05/content_2542751.htm (дата обращения: 03.06.2023).

140. Информационно-аналитический материал «People's Bank of China Digital Renminbi Research and Development Working Group, Research and development progress of China's digital Renminbi White book» / Государственный совет Китая : официальный сайт. – Пекин. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://www.gov.cn/xinwen/2021-07/16/5625569/files/e944faf39ea34d46a256c2095fefeaaab.pdf> (дата обращения: 03.06.2023).

141. Информационно-аналитический материал «Ley para regular las instituciones de tecnologia financiera» / Ежедневное издание Правительства Мексики : официальный сайт. – Мехико. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://www.dof.gob.mx/nota_detalle.php?codigo=5515623&fecha=09/03/2018#gs.c.tab=0 (дата обращения: 03.06.2023).

142. Лебедева, И.А. Цифровая трансформация банковского сектора Российской Федерации: возможности и риски для банков и их клиентов /

И.А. Лебедева // Социальные новации и социальные науки. – 2022. – № 1. – С. 74–85. – ISSN 2712-7826.

143. Информационно-аналитический материал «Справка о количестве действующих кредитных организаций и их филиалов» / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://cbr.ru/statistics/bank_system_new/cr_inst_branch_010113/ (дата обращения: 03.06.2023).

144. Раздорожный, К.Б. Банк России как регулятор на рынке финансовых технологий / К.Б. Раздорожный // Актуальные проблемы российского права. – 2021. – № 16 (3). – С. 45-51. – ISSN 1994-1471. – Текст : электронный. – DOI 10.17803/10.17803/1994-1471.2021.124.3.045-051. – URL: <https://aprp.msal.ru/jour/article/view/2498> (дата обращения: 03.06.2023).

145. Информационно-аналитический материал «Минцифры потратило меньше половины бюджета нацпроекта «Цифровая экономика» с начала года» / Онлайн-издание «Ведомости» : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.vedomosti.ru/economics/articles/2022/11/14/950126-mintsifri-potratilo-menshe-polovini-byudzheta-natsproekta-tsifrovaya-ekonomika> (дата обращения: 24.03.2023).

146. Бюджет 2019 г. / Госрасходы : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://spending.gov.ru/budget/np/?year=2019> (дата обращения: 24.03.2023).

147. Российская Федерация. Законы. О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации : федеральный закон [принят Государственной Думой 31 июля 2020 года]. – СПС «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_358753/ (дата обращения: 24.03.2023).

148. Российская Федерация. Законы. О Центральном банке Российской Федерации (Банке Российской Федерации) : федеральный закон [принят Государственной Думой 10 июля 2002 года]. – СПС «Консультант

Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_76431/fb4e7bb8b1fb6245c1d455eb46182a35e36dfbf2/ (дата обращения: 24.03.2023).

149. Российская Федерация. Законы. О рынке ценных бумаг : федеральный закон [принят Государственной Думой 22 апреля 1996 года]. – СПС «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_10148/ (дата обращения: 24.03.2023).

150. Российская Федерация. Законы. О почтовой связи : федеральный закон [принят Государственной Думой 17 июля 1999 года]. – СПС «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_6719/ (дата обращения: 24.03.2023).

151. Российская Федерация. Законы. О клиринге, клиринговой деятельности и центральном контрагенте : федеральный закон [принят Государственной Думой 07 февраля 2011 года]. – СПС «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_110267/ (дата обращения: 24.03.2023).

152. Российская Федерация. Законы. О микрофинансовой деятельности и микрофинансовых организациях : федеральный закон [принят Государственной Думой 02 июля 2010 года]. – СПС «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_102112/ (дата обращения: 24.03.2023).

153. Российская Федерация. Законы. Гражданский кодекс Российской Федерации (ГК РФ), Часть 1 [принят Государственной Думой 21 октября 1994 года]. – СПС «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_5142/ (дата обращения: 24.03.2023).

154. Российская Федерация. Законы. Об организованных торгах :

федеральный закон [принят Государственной Думой 21 ноября 2011 года]. – СПС «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_121888/ (дата обращения: 24.03.2023 г.).

155. Российская Федерация. Законы. О ломбардах : федеральный закон [принят Государственной Думой 19 июля 2007 года]. – СПС «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_70009 (дата обращения: 24.03.2023).

156. Российская Федерация. Законы. О финансовой аренде (лизинге) : федеральный закон [принят Государственной Думой 29 октября 1998 года]. – СПС «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_20780/ (дата обращения: 24.03.2023).

157. Российская Федерация. Законы. Об инвестиционных фондах : федеральный закон [принят Государственной Думой 29 ноября 2001 года]. – СПС «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_34237/ (дата обращения: 24.03.2023).

158. Российская Федерация. Законы. О негосударственных пенсионных фондах : федеральный закон [принят Государственной Думой 07 мая 1998 года]. – СПС «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_18626/ (дата обращения: 24.03.2023).

159. АО «Альфа-Банк» : официальный сайт. – Москва. –Обновляется в течение суток. – URL: https://alfabank.servicecdn.ru/media/about/annual_report/msfo/MSFO_2020.pdf (дата обращения: 24.03.2023). – Текст : электронный.

160. АО «Россельхозбанк» : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://www.rshb.ru/investors/msfo/> (дата обращения: 24.03.2023). – Текст : электронный.

161. ПАО Сбербанк : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – URL: https://www.sberbank.com/common/img/uploaded/files/info/2022_ifrs_reporting.pdf (дата обращения: 24.03.2023). – Текст : электронный.

162. ООО СК «Сбербанк страхование жизни» : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://sberbank-insurance.ru/upload/86/869c13bb9469dff892cccfa5371189c5.pdf> (дата обращения: 24.03.2023). – Текст : электронный.

163. АО «Альфа-Банк» : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://aslife.ru/about/information/> (дата обращения: 24.03.2023). – Текст : электронный.

164. Информационно-аналитический материал «Отчетность субъектов страхового дела» / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://cbr.ru/explan/ssd/> (дата обращения: 24.03.2023).

165. Информационно-аналитический материал «Презентация Стратегии 2023 г.» / ПАО Сбербанк : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://www.sberbank.com/common/img/uploaded/files/info/sber_investor_day-strategy_2023_ru.pdf / (дата обращения: 03.06.2023).

166. Информационно-аналитический материал «Газпромбанк вошел в топ самых инновационных банков Российской Федерации» / Банк ГПБ (АО) : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://www.gazprombank.ru/press/7385747/> (дата обращения: 03.06.2023).

167. Мандрон, В.В. Трансформация системы цифровизации бизнес-процессов в банке ВТБ (ПАО) / В.В. Мандрон, Н.С. Будаев, А.А. Потоцкая, Т.Н. Сидорина // Вестник АГТУ. Серия: Экономика. – 2021. – № 2. – С. 70-79. – ISSN 2073-5537. – Текст : электронный. – DOI 10.24143/2073-5537-2021-2-70-79. – URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=46176034> (дата обращения: 03.06.2023).

168. Информационно-аналитический материал «Информационные технологии в группе ВТБ» / Tadviser : сайт. – Текст : электронный. – URL: https://www.tadviser.ru/index.php/Статья:Информационные_технологии_в_группе_ВТБ (дата обращения: 03.06.2023).

169. Информационно-аналитический материал «Московская биржа утвердила стратегию развития до 2024 г.» / Московская биржа: официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://www.moex.com/n25427>. (дата обращения: 03.06.2023).

170. Информационно-аналитический материал «Цифровая трансформация Россельхозбанка» / Российская система качества : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://kachestvo.pro/innovatsii/tsifrovaya-transformatsiya-rosselkhozbanka/> (дата обращения: 03.06.2023).

171. Информационно-аналитический материал «РСХБ.Цифра» / АО «Россельхозбанк» : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://www.rshb.ru/about/rshb-digital> (дата обращения: 03.06.2023).

172. Информационно-аналитический материал «Обзор стратегии 2020-2030 гг.» / АО «Почта России» : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://www.pochta.ru/documents/10231/3481172613/Стратегия+развития+АО+»Почта+Российской+Федерации»+2020-2030гг..pdf/84a52d4e-78d1-448a-bdcd-c6b087b420ca> (дата обращения: 03.06.2023).

173. Информационно-аналитический материал «Финансовая отчетность по МСФО» / ПАО Сбербанк : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://www.sber-bank.by/page/financial-statements-IFRS> (дата обращения: 03.06.2023).

Приложение А

(информационное)

История цифровизации финансового сектора

В работе С.Ю. Перцевой [19] выделяется шесть основных этапов цифровизации мирового финансового сектора, основой классификации этапов является внедрение финансовых цифровых технологий. В целом, развитие цифровизации в финансовом секторе имеет достаточно небольшую историю, которая началась примерно в 1950 г. в момент создания и развития банковских карт. Уже в 1960 г. появляются банкоматы, которые позволили осуществлять банковские операции вне отделений банков. В 1970 г. появляются электронные торговые площадки, первая – NASDAQ (США), которые упрощают вопрос осуществления транзакций с ценными бумагами и другими финансовыми инструментами, а также осуществление контроля за ними. Первая электронно-вычислительная машина появилась в США в 1945 г., однако первые банковские электронно-вычислительные машины начинают использоваться повсеместно только в 1980 г. в течение почти двадцатилетия компьютеры значительно модернизировались, и только в 2000 г. происходит роботизация в финансовом секторе. Учитывая вышесказанное, можно отметить интенсивность и динамичность развития цифровизации.

С. Главиной [20] выделяется пять этапов внедрения финтеха в экономики разных стран; отмечается, что на разных этапах становления изменялась география проявления цифровизации (развитые страны / развивающиеся страны). Более того, новым этапом развития можно считать только одну смену парадигмы – появление связи, смартфонов, внедрение экосистем.

В обеих вышеуказанных работах, основной фактор динамичного развития цифровой парадигмы в 2000 г. – ограничения и последствия, связанные с мировой пандемией Covid-19. Цифровые технологии настолько активно развивались в период борьбы с вирусом, что появилось название «Covid-Tech», которое обозначает набор инструментов, разработанных для борьбы с распространением пандемии [21]. Дополняется, что также необходимо отнести к «Covid -Tech» технологии, которые появились ввиду повышенного спроса на какие-либо услуги либо необходимости предоставления каких-либо услуг или товаров в условиях ограничения географического перемещения.

Для финансовой сферы основным запросом стало предоставление услуг в режиме онлайн. Согласно отчету «Top 10 Trends for 2023» [132], основными направлениями развития мирового финансового сектора в 2023 г. и далее станут: развитие метавселенных,

использование больших данных как продукта, базовая трансформация бизнес-моделей, в первую очередь, в условиях цифровой реальности, что требует мощного цифрового ядра – технологии выступают в качестве основного источника конкурентных преимуществ.

В работе К.Т. Самедова [22] раскрывается становление финтех индустрии и влияние на банковский сектор. Начальным этапом становления признается период до кризиса 2008 г., когда основной бизнес-моделью стали выступать онлайн-платежи. Следующий этап – сразу после кризиса 2008 г., когда в банковской сфере усиливается контроль за выдачей кредитов, то есть к потенциальным заемщикам начинает предъявляться большее количество требований ввиду неудачного опыта вышеуказанного кризиса, в первую очередь речь идет о клиентах-физических лицах, что создает основу для развития молодых финтех-проектов – стартапов. Поскольку появляются цифровые инструменты для управления инвестициями, зарождается конкуренция между банковским сектором и финтех сферой за возможность управления средства населения и юридических лиц. так формируется следующий этап развития финтех – сотрудничество банков и финтех-компаний: вместо запусков собственных продуктов кредитные организации соглашаются на партнерство с крупными финтех площадками, на которых будут осуществлять инвестиции их клиенты.

Э.С. Алпатова [133] выделяет три основных этапа взаимодействия финтех-отрасли и банковского сектора: 1866-1967 гг. – финтех как аналог банковского сектора; 1967-2008 гг. – оцифровка и предоставление онлайн банковских продуктов и услуг (то есть за счет программных продуктов финтех-компаний); 2008 г. и далее – предоставление услуг и продуктов (аналогов банковским) непосредственно самими финтех-компаниями.

В работе О.В. Вагановой, Н.И. Быкановой, Л.А. Коньшиной, Д.В. Гордя [24] выделены также три основных этапа становления финтех индустрии и ее влияние на банковский сектор:

- 1) 1980-2000 гг. – появление первых 100 финтех-компаний, ускоряется процесс электронизации всего финансового рынка;
- 2) 2000-2008 гг. – финтех используется для предоставления традиционных финансовых услуг, финтех-организации фокусируются на электронной торговле (в том числе алгоритмичной торговле);
- 3) 2008 г. – настоящее время – финансовые услуги предоставляются не только банками, но и финтех-компаниями; финтех-организации зарабатывают на том, что создают решения для посткризисных проблем.

Приложение Б

(информационное)

Описание цифровизации финансового сектора на примере отдельных стран

Согласно статистике, каждый третий потребитель (материальных товаров) в США использует финансовые технологии [134]. Соединенные Штаты Америки, в целом, отличаются относительно низкой долей государственного сектора в финансовой сфере.

В области регулирования финтех несмотря на то, что технологии проникли практически во все финансовые сегменты рынка, государственная поддержка минимальна. Как сдерживающий фактор развития финтех в США можно выделить неопределенность регулирования в части сопоставления закона на уровне федеральном и на уровне штатов. Например, на федеральном уровне криптовалютные компании должны быть зарегистрированы как операторы по переводу денежных средств, а на уровне штатов – необходимо получение лицензии. В целом, можно сказать, что в США регулирование финтех идентично регулированию традиционным финансовым отношениям. Например, все онлайн-программы по кредитованию и депонированию должны иметь лицензию на осуществление банковской деятельности или, в соответствии с законом о ценных бумагах, токены признаются акциями [135].

Финтех-компании, оказывающие платежные услуги, обязаны получить государственные лицензии на денежные переводы в FinCEN (сеть по борьбе с финансовыми преступлениями Министерства финансов США) и соблюдать требования лицензирования денежных переводов на уровне штата [136].

Законодательство Евросоюза так же, как и Соединенных Штатов Америки, не содержит отдельных нормативно-правовых актов, которые бы регулировали конкретно финансовые технологии. Финтех-компании, предоставляющие традиционные финансовые услуги и продукты (кредитование, страхование, депонирование и другое), обязаны подчиняться законодательству, которое применяется для других не онлайн фирм. Отличие Европейского союза в том, что, получив лицензию в одном государстве, штате, можно предъявить ее в другом.

Отдельно необходимо рассмотреть китайский подход к цифровизации финансового сектора экономики. Во-первых, Китай представляет страну с самыми быстрыми темпами роста экономики, во-вторых, Китай строит модернизированное социалистическое государство, что отличается от модели государств с развитой экономикой [137]. Несмотря на то, что Интернет получил развитие в США гораздо раньше, чем в Китае (в 2015 г. произошел скачок по количеству платежей онлайн именно в Китае, причем данный

скачок стал настолько значительный, что Китай по количеству онлайн-платежей обогнал США). Несмотря на такие значительные темпы роста, китайские и зарубежные исследователи отмечают, что законодательство в соответствующей сфере не соответствует значительным изменениям [138].

Примером двойственности действий Народной Китайской Республики может являться регулирование действия криптовалюты. Китай предпочел ограничить оборот глобальных негосударственных валют, создав суверенный местный рынок, где единственный игрок – Национальный банк Китая [139] с целью недопущения признания цифровых валют эквивалентом денег. Все потребности китайского рынка цифровых валют должны будут быть удовлетворены единственным вариантом – цифровым юанем [140].

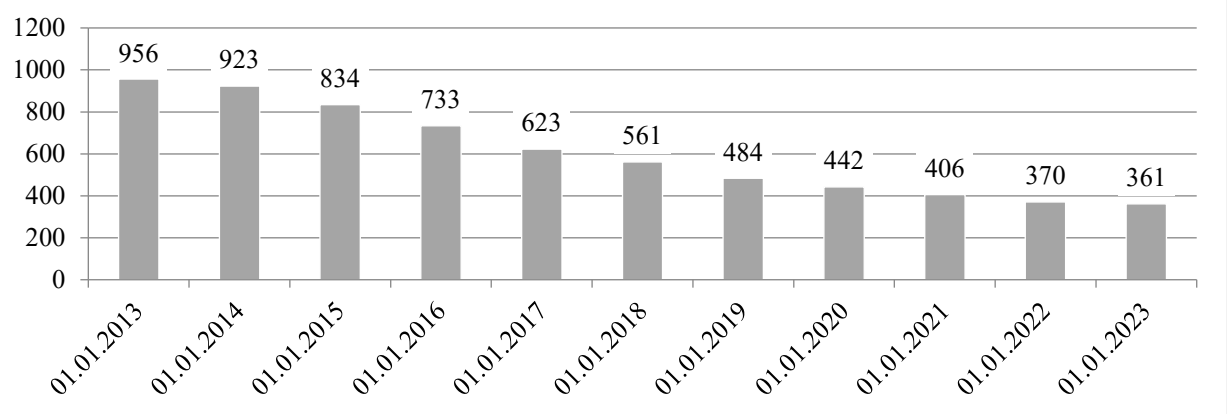
Тем не менее, в Китае, в отличие от других рассмотренных государств, для ряда финтех-компаний и финансовых технологий действуют отдельные регулирующие органы: Администрация Китая по киберпространству, Министерство промышленности и информационных технологий [138] и другое.

В 2018 г. Мексика избрала особый путь, создав с нуля и законодательно утвердив Закон Мексики о регулировании институтов, использующих финансовые технологии [141]. Опыт Мексики можно считать уникальным, поскольку на федеральном уровне принят нормативно-правовой акт, который регулирует не отдельный сектор и не отдельный финансовый инструмент, а в целом все, что относится к финансовым технологиям любых организаций. С одной стороны, можно утверждать о всеобъемлемости данного закона, с другой стороны, указанный нормативно-правовой акт не описывает конкретные финансовые технологии, следовательно, не учитывает их индивидуальные особенности, а также, в целом не определяет, что является финтех и попадает под определение закона. в частности, присутствует определение «виртуальный актив» («выражение стоимости, учтенное в электронной форме и используемое сообществом людей в любом типе сделки в качестве платежного средства, перевод которого возможен исключительно электронными средствами»).

В Российской Федерации финансовые технологии постепенно становятся самостоятельной альтернативой традиционным банковским услугам и продуктам.

Наряду с кредитными организациями на рынке банковских услуг выступают также и финтех-компании, которые могут предложить более доступные для потребителя онлайн-сервисы [142]. Таким образом, цифровизация банковского сектора ускорила сокращение количества кредитных организаций в Российской Федерации. Общее сокращение количества кредитных организаций с 01.01.2013 по 01.01.2023 составило 2,6 раза.

В период 2015-2020 гг. наблюдается тенденция увеличения добровольной сдачи кредитными организациями лицензий. В 2020 г. количество лицензий, которые банки сдали добровольно, впервые превысило число отозванных Банком России: 20 банков самостоятельно отказались от продолжения бизнеса, в то время как регулятор лишил лицензии 14 банков [142]. В 2021 г. количество отозванных лицензий значительно превысило добровольную сдачу, по итогам 2022 г. банки в одинаковом объеме сдавали добровольно лицензию и были вынуждены это сделать. Динамика количества отозванных и аннулированных лицензий кредитных организаций в 2014-2022 гг. представлена в таблице Б.1., динамика количества кредитных организаций в 2013-2022 гг. представлена на рисунке Б.1.



Источник: составлено автором по материалам [143].

Рисунок Б.1 – Динамика количества кредитных организаций по состоянию на 01.01.2013 - 01.01.2023

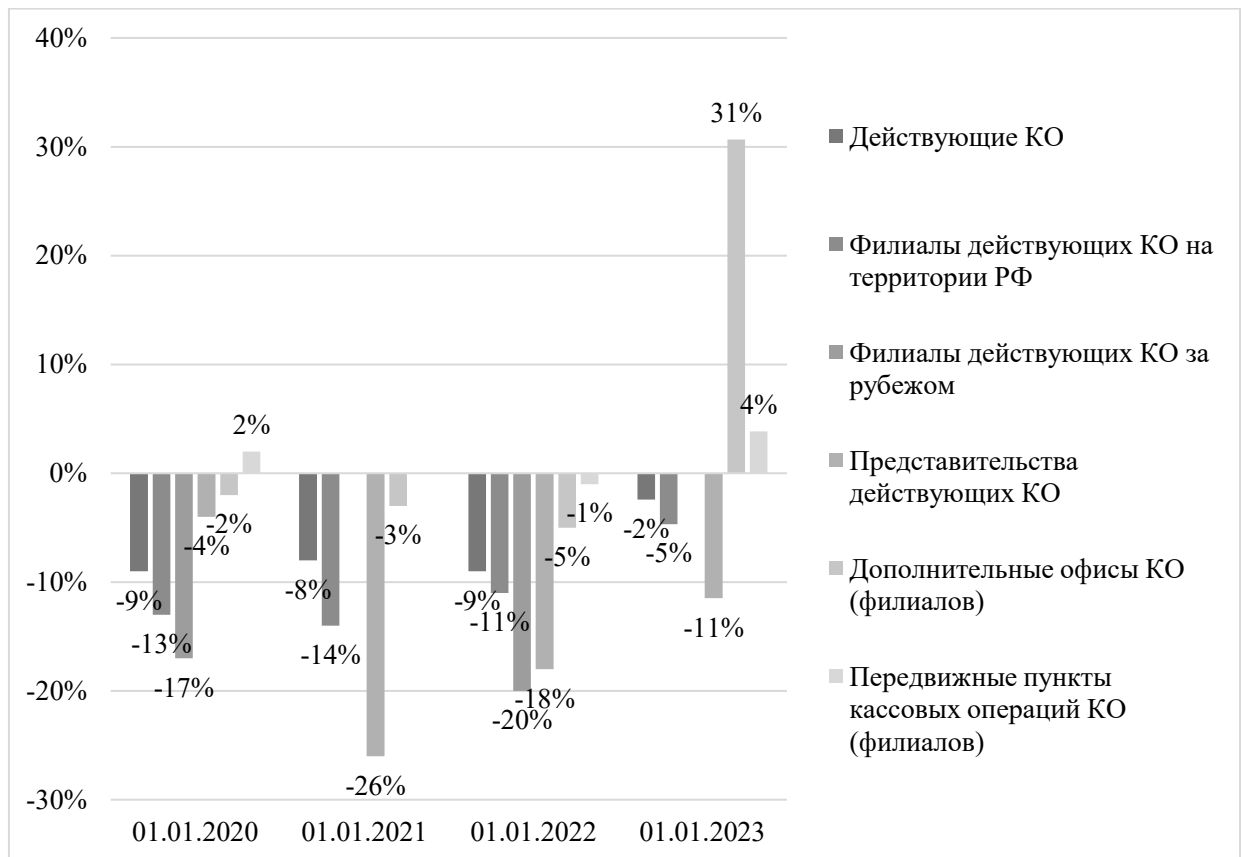
Таблица Б.1 – Динамика количества отозванных и аннулированных лицензий кредитных организаций в 2014-2022 гг.

		В единицах							
Показатель	2014 г.	2015 г.	2016 г.	2017 г.	2018 г.	2019 г.	2020 г.	2021 г.	2022 г.
Отозвано	86	93	103	51	60	28	16	26	3
Аннулировано	9	11	14	12	17	14	22	6	3

Источник: составлено автором по материалам [142].

За счет внедрения цифровых технологий банки сокращают численность филиалов и отделений, что позволяет кредитным организациям значительно сокращать операционные расходы. за два года до начала пандемии Covid-19, российские банки закрыли 3 200 филиалов, отделений и офисов – это примерно 10% от их общего количества [142]. Темп прироста количества филиалов, отделений и офисов кредитных организаций (КО) в 2020-2022 гг. представлен на рисунке Б.2.

Несмотря на положительные эффекты от проникновения цифровых технологий в банковский сектор, присутствуют также и негативные последствия. Например, рост мошеннических операций. Большая часть мошеннических атак направлена на клиентов финансовых организаций, наибольший прирост отмечается у атак, организованных как фишинг, анализ динамики и структуры инцидентов по типам и векторам атак представлен в таблице Б.2.



Источник: составлено автором по материалам [143].

Рисунок Б.2 – Темп прироста количества филиалов, отделений и офисов кредитных организаций (КО) на 01.01.2020 - 01.01.2023

Таким образом, основными тенденциями развития банковского сектора в Российской Федерации являются сокращение количества кредитных организаций (в том числе увеличиваются случаи добровольной сдачи лицензий), уменьшение численность филиалов и отделений, а также увеличение кибератак.

Основным регулятором финансовых технологий в Российской Федерации является Банк России. В 2021 г. Банк России ввел программу экспериментального регулирования финансовых технологий, которая отличается от традиционного регулирования банковской сферы, тем не менее, этого недостаточно для обеспечения комплексного и всестороннего регулирования развития сегмента финансовых технологий [144].

Таблица Б.2 – Динамика инцидентов по типам и векторам атак

В единицах

Инциденты	3 квартал 2020 г.	3 квартал 2021 г.	3 квартал 2022 г.	Изменение (прирост), в процентах	
				3 квартал 2021 г. / 3 квартал 2020 г.	3 квартал 2022 г. / 3 квартал 2021 г.
Атаки, направленные на клиентов финансовых организаций					
фишинговые атаки	273	1 995	3 230	631	62
атаки с использованием метода социальной инженерии	4 634	12 211	13 360	164	9
Атаки, направленные на финансовые организации					
атаки с использованием вредоносного программного обеспечения	93	107	132	15	23
эксплуатация уязвимости программного обеспечения	42	22	0	-48	-100
Остальные инциденты	119	79	132	-34	67

Источник: составлено автором по материалам [119].

В Российской Федерации на момент проведения исследования не выработан единый подход к регулированию финтеха. Варианты регулирования деятельности финтех-организаций достаточно широки: разработка нового законопроекта (Мексика), разработка набора новых правил в рамках действующего законодательства (Китай), ограниченное изменение отдельных действующих норм (Европейский союз).

В Российской Федерации анонсировано создание регуляторной песочницы (особого правового режима, в рамках которого участники освобождаются от ряда требований действующего законодательства) для регулирования деятельности финтех-компаний.

В соответствии с Указом Президента Российской Федерации от 07.05.2018 № 204 «О национальных целях и стратегических задачах развития Российской Федерации на период до 2024 г.» сформирована национальная программа «Цифровая экономика Российской Федерации», реализации задач национальной программы посвящено 9 федеральных проектов, по сути, федеральные проекты в рамках национальной программы отражают приоритеты. Изначально развитие искусственного интеллекта осуществлялось в рамках проекта «Цифровые технологии», позже он выделен в отдельную программу, что демонстрирует особую значимость.

Целевая направленность в вышеобозначенных проектах сформулирована достаточно широко, не определены конкретные категории бизнесов, которые должны и могут получить государственную поддержку. Более того, критерии эффективности проектов также являются недостаточно конкретными, во многом выражаются в качественных показателях. В период 2018-2022 гг. показатель доступности

широкополосного Интернета для населения ни разу не достиг установленного нормативного уровня.

По данным Министерства финансов Российской Федерации, к декабрю 2022 г. национальный проект «Цифровая экономика Российской Федерации» оказался исполнен менее чем наполовину: одной из причин невозможности полноценного исполнения мероприятий, заложенных на 2022 г., называются санкционные ограничения как на поставки оборудования, так и на приобретение лицензий на установку и обслуживание иностранного программного обеспечения [145]. Как следует из отчетов Казначейства Российской Федерации, недостаток средств для реализации национального проекта «Цифровая экономика Российской Федерации» наблюдается все время с момента его создания [146].

В 2019 г. вступили в силу изменения ст. 141.1 и ст. 128 Гражданского кодекса Российской Федерации. В ст. 128 стали отражаться цифровые права как объект гражданских прав, а ст. 141.1 полностью посвящена раскрытию сущности цифровых прав. Таким образом, цифровые права могут быть объектами гражданского оборота, следовательно, могут быть объектами стоимостной оценки (при соблюдении и других критериев).

Также значимым событием с точки зрения развития законодательства в области цифровых продуктов, стало подписание Федерального закона «О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» [147] в 2020 г. Цифровые финансовые активы также являются цифровыми правами, а следовательно, в отдельных случаях могут являться объектами стоимостной оценки.

Приложение В
(информационное)

Анализ типов компаний финансового сектора и их потенциальная возможность являться объектами оценки

Таблица В.1 – Анализ типов компаний финансового сектора и их потенциальная возможность являться объектами оценки

Типы компаний финансового сектора	Возможные организационно-правовые формы по Гражданскому Кодексу Российской Федерации	Возможность быть объектом оценки (да/нет)	Потенциальный объект оценки 1 – акции в уставном капитале; 2– акции, паи, доли в уставном/складочном капитале	Источник
1	2	3	4	5
Банк России	«Банк России является юридическим лицом, но у него нет организационно-правовой формы. при этом у Банка России есть уставный капитал, который является федеральной собственностью» [75]	Нет	-	Ст. 1-2 ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)»
Биржа	Акционерное общество	Да	1	Ст. 9. ФЗ «Об организованных торгах»
Организатор торгов	Хозяйственное общество	Да	2	Ст. 5 ФЗ «О рынке ценных бумаг»
Ломбард	Хозяйственное общество	Да	2	Ст. 2 ФЗ «О ломбардах»
Лизинговая организация	Любой вид коммерческой организации	Да, если форма хозяйственного общества	2	Ст. 5, ФЗ «О финансовой аренде (лизинге)»
Управляющая компания инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов, негосударственных пенсионных фондов, специализированный депозитарий инвестиционных фондов	Акционерное общество или общество с ограниченной ответственностью	Да	2	Ст. 38 «ФЗ «Об инвестиционных фондах»

Продолжение таблицы В.1

1	2	3	4	5
Управляющий товарищ инвестиционного товарищества	Управляющим товарищем признается сторона договора инвестиционного товарищества, на которую возлагаются обязанности по ведению общих дел товарищей. Эти функции могут осуществляться как одним, так и несколькими лицами. Особый статус принадлежит уполномоченному управляющему товарищу.	-	-	-
Кредитные организации	«Кредитная организация образуется на основе любой формы собственности как хозяйственное общество»	Да	2	ст. 1, ФЗ «О банках и банковской деятельности»
Кредитные союзы (ассоциации) и иные кредитные потребительские кооперативы	Не являются коммерческими организациями, то есть не являются бизнесом с точки зрения п. 2 ФСО № 8	Нет	-	Ст. 1-2, ФЗ «О кредитной кооперации»
Профессиональный участник рынка ценных бумаг	«Профессиональными участниками рынка ценных бумаг могут являться хозяйственные общества, а в случаях, предусмотренных федеральными законами, – юридические лица, созданные в иной организационно-правовой форме» [149]	Да, если юридическое лицо создано в организационно-правовой форме хозяйственного общества	2	Ст. 10.1-1 ФЗ «О рынке ценных бумаг»
Клиринговые организации, Центральный контрагент	«Клиринговой организацией может являться только хозяйственное общество, созданное в соответствии с законодательством Российской Федерации. Требования, установленные настоящим Федеральным законом к клиринговой организации, распространяются на центрального контрагента» [151]	Да	2	Ст. 5 ФЗ «О клиринге, клиринговой деятельности и центральном контрагенте»
Небанковские кредитные организации	НКО – это кредитные организации с определенными условиями, может создаваться в организационно-правовых формах как кредитные организации.	Да	2	ст. 1, ФЗ «О банках и банковской деятельности»
Микрофинансовые организации	«Приобрести статус микрофинансовой организации вправе юридическое лицо, зарегистрированное в форме фонда, автономной некоммерческой организации, хозяйственного общества или товарищества» [152]	Да, если это не фонд и не автономная некоммерческая организация	2	Ст. 5 ФЗ «О микрофинансовой деятельности и микрофинансовых организациях»
Негосударственные пенсионные фонды	Акционерное общество	Да	1	Ст. 4.1 ФЗ «О негосударственных пенсионных фондах»
Инвестиционные фонды	Акционерное общество или паевой инвестиционный фонд	Да, если создан как акционерного общества. Паевой инвестиционный фонд не является юридическим лицом.	1	ст. 1, ФЗ «Об инвестиционных фондах»

Продолжение таблицы В.1

1	2	3	4	5
Почтово-сберегательные учреждения	Организации почтовой связи, являющиеся государственными унитарными предприятиями и государственными учреждениями, созданными на базе имущества, находящегося в федеральной собственности, иные организации почтовой связи, определяемые Правительством Российской Федерации и оказывающие в соответствии с условиями выданных им лицензий универсальные услуги почтовой связи, а также Акционерное общество «Почта России» [150]	Нет, кроме АО «Почта России»	АО «Почта России» – акции в уставном капитале, для остальных организаций – нет объекта оценки	Ст. 2 ФЗ «О почтовой связи»
Страховые организации	«Хозяйственные товарищества и общества; производственные кооперативы; государственные и муниципальные унитарные предприятия; некоммерческие организации, филиалы (отделения)» [153]	Да, если только данная организация создана не в форме государственного или муниципального унитарного предприятия, некоммерческой организации	2	Ч 1, ст. 50, ГК Российской Федерации
Иная организация или структура без образования юридического лица, которая в рамках своей деятельности принимает от клиентов денежные средства или иные финансовые активы для хранения, управления, инвестирования и (или) осуществления иных сделок в интересах клиента либо прямо или косвенно за счет клиента	-	Нет	-	-

Источник: составлено автором по материалам [148; 149; 150; 151; 152; 153; 154; 155; 156; 157; 158].

Приложение Г
(информационное)

Структура доходов крупнейших банков и страховых компаний Российской Федерации

Таблица Г.1 – Структура доходов крупнейших банков Российской Федерации

В миллионах рублей

Наименование	ПАО Сбербанк		Группа «Россельхозбанк»		Группа АО «Альфа-Банк»	
Год	2021 г.	2022 г.	2021 г.	2022 г.	2019 г.	2020 г.
Процентные доходы	-	-	-	-	-	-
Кредиты и авансы клиентам	2 118 000	2 933 200	215 224	290 673	211 688	227 800
Долговые ценные бумаги	109 300	117 400	н/д	н/д	н/д	н/д
Операции с банками	27 000	46 600	2 620	5 298	н/д	н/д
Денежные средства и их эквиваленты	2 200	700	5 791	6 086	н/д	н/д
Прочее	0	3 400	26 749	35 987	38 722	28 672
Долговые ценные бумаги	255 000	360 300	н/д	н/д	н/д	н/д
Доля доходов, не связанная с операциями банка по выдаче кредитов, в процентах	16	15	14	14	15	11
Комиссионные доходы	-	-	-	-	-	-
Операции с банковскими картами	415 700	411 700	5 398	7 295	н/д	н/д
Расчетно-кассовое обслуживание	265 700	283 800	9 206	10 698	89 636	90 607
Операции клиентов с иностранной валютой и драгоценными металлами	55 600	80 400	н/д	н/д	6 745	7 665
Комиссии по документарным операциям и прочим обязательствам кредитного характера	30 500	36 000	н/д	н/д	н/д	н/д
Комиссии по брокерским операциям с ценными бумагами и товарами, по депозитарному обслуживанию, комиссии, связанные с инвестиционным бизнесом (включая комиссии за синдицирование)	16 600	7 200	5 238	3 351	3 237	5 685
Агентские комиссии	10 000	8 600	н/д	н/д	9 666	16 074
Прочее	37 300	33 000	12 981	8 147	2 037	3 823
Доля доходов, не связанная с РКО, операциями клиентов с иностранной валютой и драгоценными металлами, и прочими обязательствам кредитного характера, в процентах	8	6	56	39	13	21

Источник: составлено автором по материалам [159; 160; 161].

Таблица Г.2 – Структура доходов крупнейших небанковских кредитных организаций Российской Федерации за 2022 г. (ООО РНКО «Единая касса», РНКО «Деньги.Мэйл.Ру» (ООО), НКО «Альтернатива» (ООО), ООО «НКО «Вестерн Юнион ДП Восток», НКО «ИНКАХРАН» (АО))

В тысячах рублей					
Наименование статьи	ООО РНКО «Единая касса»	РНКО «Деньги.Мэйл.Ру» (ООО)	НКО «Альтернатива» (ООО)	ООО «НКО «Вестерн Юнион ДП Восток»	НКО «ИНКАХРАН» (АО)
Процентные доходы, всего, в том числе:	-	-	-	-	-
от размещения средств в кредитных организациях	100 445	223 827	21 517	81 650	1 198 219
от вложений в ценные бумаги	-	-	-	-	-
Комиссионные доходы	2 141 833	2 785 171	8 917	630 670	4 481 786
Прочие операционные доходы	4 136	2 976	44 571	848 115	51 948
Доля доходов, не связанных с предоставлением ссуд, в процентах	0,2	0,1	59	54	1
Доля комиссионных доходов, в процентах	95	92	12	40	78

Источник: составлено автором по материалам [161; 162; 163; 164].

Таблица Г.3 – Структура доходов крупнейших небанковских кредитных организаций Российской Федерации за 2022 г. (РНКО «ИНЭКО» (ООО), НКО «МКС» (ООО), ООО РНКО «Металлург», ООО НКО «МОБИ.Деньги»).

В тысячах рублей				
Наименование статьи	РНКО «ИНЭКО» (ООО)	НКО «МКС» (ООО)	ООО РНКО «Металлург»	ООО НКО «МОБИ.Деньги»
1	2	3	4	5
Процентные доходы, всего, в том числе:	-	-	-	-
от размещения средств в кредитных организациях	9 340	10 352	155 921	58 397
от вложений в ценные бумаги	-	-	9 910	-

Продолжение таблицы Г.3

1	2	3	4	5
Процентные доходы, всего, в том числе:	-	-	-	-
от размещения средств в кредитных организациях	9 340	10 352	155 921	58 397
от вложений в ценные бумаги	-	-	9 910	-
Комиссионные доходы	20 512	44	12 097	2 591 839
Прочие операционные доходы	371	5 335	3 353	9 562
Доля доходов, не связанных с предоставлением ссуд, в процентах	1	34	7	0,4
Доля комиссионных доходов, в процентах	68	0,3	7	97

Источник: составлено автором по материалам [161; 162;163; 164].

Таблица Г.4 – Структура доходов за вычетом расходов крупнейших страховых организаций Российской Федерации за 2024 г.

В тысячах рублей					
Наименование статьи	ООО СК «Сбербанк Страхование жизни»	ООО «АльфаСтрахование-Жизнь»	САО «РЕСО-Гарантия» (2020 г.)	САО «РЕСО-Гарантия» (2023 г.)	СПАО «Ингосстрах»
Итого доходов за вычетом расходов от страховой деятельности	(19 668 870)	(24 039 280)	29 691 215	26 325 045	32 496 216
Итого доходов за вычетом расходов от инвестиционной деятельности	70 616890	34 480 202	15 558 825	2 202 701	18 001 680
Итого доходов за вычетом расходов от прочей операционной деятельности	(6 026 706)	(1 612 052)	25 565 722	(10 403 986)	(25 546 171)

Источник: составлено автором по материалам [161; 162; 163; 164].

Приложение Д
(информационное)

Общие факторы роста стоимости компании

Таблица Д.1 – Общие факторы роста стоимости компании

Источник	Факторы роста стоимости компании
Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин	Рост объема продаж, прибыль от основной деятельности, оборачиваемость капитала, рыночная доля, удельные издержки, ценность НИОКР и так далее [11]
М.А. Федотова, О.В. Лосева, Т.В. Тазихина	Внешние: законодательные ограничения, изменение налогового законодательства, инфляционные риски Внутренние [1]
И.В. Косорукова, С.А. Секачев, М.А. Шуклина; И.В. Чугунова, Я.С. Вороновская, А.А. Малюченко	Спрос, соотношение спроса и предложения, доход, время, риск, контроль, ликвидность, ограничения, конкуренция [25; 26; 27]
Ю.В. Волкова	«Внешние (налоговая и денежно-кредитная политика государства, курсы валют, инфляция) и внутренние (структура капитала, затраты, производственный процесс, ценовая и сбытовая политика, дивидендная политика)»[28] Внутренние факторы делятся на финансовые (чистая операционная прибыль, капитализация, чистый операционный денежный поток, средневзвешенная стоимость капитала, инвестированный капитал) и нефинансовые
Е.Д. Попова	Внешние: Макроэкономические (темп роста ВВП, инфляция, налоговая нагрузка, политическая стабильность), прочие (доступность ресурсов и инфраструктура, тенденции рынка, изменение производства, наличие достаточного количества ресурсов). Внутренние: финансовые (маржинальность прибыли, выручка, фундаментальная стоимость, добавленная стоимость), нефинансовые: удовлетворенность клиентов, уровень подготовки персонала, финансовая и организационная структура компании)

Источник: составлено автором по материалам [1; 11; 25; 26; 27; 28] .

Приложение Е
(информационное)

Факторы роста стоимости кредитной организаций

В таблице Е.1 исключены факторы, которые указаны как общие ранее в рамках приложения Д.

Таблица Е.1 – Факторы роста стоимости кредитной организации

Источник	Факторы роста стоимости кредитной организации
1	2
А.А. Филиппова	«Материальные факторы: капитал, денежные средства, кредитный портфель, портфель ценных бумаг, основные средства. Нематериальные факторы: лицензии (на осуществление банковских операций, на работу с ценными бумагами и другое), участие в страховании вкладов, качество корпоративного управления, брэнд, репутация, наличие современных телекоммуникационных, информационных и платежных систем (SWIFT, Reuters), выполнение нормативов (установленных законодательно), качество кредитного портфеля, клиентская база, наличие отчетности МСФО» [29]
Т.Н. Мозгалева	«Характеризующие общее состояние банковской системы: прогноз роста банковского сектора, стратегия развития государства, транспарентность. На уровне банков: использование технических, «схемных» доходов и расходов, наличие скрытых активов и обязательств, (неучтенные авали, векселя, некачественный кредитный портфель и прочее)» [30]
	«Коммуникации (включая информационные, в том числе качество и объем предоставляемой банком информации), финансовый капитал, интеллектуальный капитал, динамические способности (внутренние и внешние проекты, связанные с созданием новых продуктов, услуг, выходом на новые сегменты рынка и так далее), проектное управление, нематериальные активы» [30]
Г.П. Головина	«Внешние: степень регулирования банковской деятельности, конкуренция между участниками финансового рынка, возможность выбора способов наращивания собственного капитала. Внутренние: уровень капитала банка, наличие четкой и ясной стратегии, развитие продуктового ряда и использование современных технологий, формирование устойчивой клиентской базы, позитивная деловая репутация банка, качество управления персоналом» [31]
А.Е. Будицкий	«Внешние: степень регулирования банковской деятельности, конкуренция между участниками финансового рынка – региональная и в заданной группе, возможность выбора способов наращивания собственного капитала, поведенческие аспекты участников на финансовых рынках. Внутренние: уровень капитала банка, наличие четкой и ясной стратегии, развитие продуктового ряда и использование современных технологий; формирование устойчивой клиентской базы» [32]
В.Б. Фролова	«Особенности ведения банковского бизнеса, включая запас прочности по соблюдению требований Банка России к достаточности капитала и аппетит к риску, наличие возможностей по привлечению фондов по выгодной стоимости, маржинальность кредитного портфеля, управление операционными расходами» [33]
А.Б. Братов	«Внешние факторы: степень регулирования инвестиционно-банковской деятельности, ставка ссудного процента и динамика. Внутренние факторы: использование современных технологий, клиентская база, географический охват; деловая репутация» [34]

Продолжение таблицы Е.1

1	2
А.М. Карминский	«Процентные ставки по банковским продуктам, балансовые стоимости активов и пассивов, соотношение расходов и доходов, коэффициент достаточности капитала, стоимость собственного капитала, темпы роста активов и пассивов, ожидаемые потери по кредитам» [35]
Ж. Дермин	«Управленческие решения в областях трансфертного ценообразования, управления капиталом, ценообразования по кредитам и депозитам, управления процентным риском» [36]
С.Ю. Богатырев, С.С. Добрынин	«Экономические санкции против Российской Федерации со стороны недружественных стран» [37]
А.Л. Рожковский	«Способность извлекать экономическую выгоду и создавать денежные потоки от существующих активов, не влияя на свои перспективы роста или портфель риска; размер и качество реинвестиций; стоимость привлеченного капитала» [40]
А.А. Помулев	«Качество кредитного портфеля» [41]
Е.Д. Попова	Размер кредитного портфеля, на который в свою очередь влияет динамика ключевой ставки Банка России и индекс МОЕХ (инвестиционная активность в стране)

Источник: составлено автором по материалам [29; 30; 31; 32; 33; 34; 35; 36; 37; 40; 41].

Приложение Ж
(информационное)

Итоги эконометрических моделей

Таблица Ж.1 – Вывод итогов регрессии при формировании формулы (1)

Показатель	Значение
Множественный R	0,9965
R-квадрат, в процентах	99
Нормированный R-квадрат, в процентах	96
Стандартная ошибка	5 114,24
Наблюдения	32

Источник: расчеты автора по материалам [92; 94].

Таблица Ж.2 – Дисперсионный анализ регрессии при формировании формулы (1)

Показатель	df	SS	MS	F
Регрессия	1	1,16E+11	1,16E+11	4 415,98
Остаток	31	8,11E+08	26 155 476	-
Итого	32	1,16E+11	-	-

Источник: расчеты автора по материалам [92; 94].

Таблица Ж.3 – Параметры регрессии при формировании формулы (1)

Показатель	Коэффициенты	Стандартная ошибка	t-статистика	P-Значение
Y-пересечение	0	-	-	-
ВВП	1,93	0,029	66,45	5,312E-35

Источник: расчеты автора по материалам [92; 94].

Таблица Ж.4 – Вывод итогов регрессии при формировании формулы (2)

Показатель	Значение
Множественный R	0,9973
R-квадрат, в процентах	99
Нормированный R-квадрат, в процентах	79
Стандартная ошибка	142429,8
Наблюдения	6

Источник: расчеты автора по материалам [92; 93].

Таблица Ж.5 – Дисперсионный анализ регрессии при формировании формулы (2)

Показатель	df	SS	MS	F
Регрессия	1	1,84E+13	1,84E+13	908,4816
Остаток	5	1,01E+11	2,03E+10	-
Итого	6	1,85E+13	-	-

Источник: расчеты автора по материалам [92; 93].

Таблица Ж.6 –Параметры регрессии при формировании формулы (2)

Показатель	Коэффициенты	Стандартная ошибка	t-статистика	P-Значение
Y-пересечение	0	-	-	-
ВВП	26,96	0,894444785	30,14103	7,54E-07

Источник: расчеты автора по материалам [92; 93].

Приложение И

(информационное)

Система определения применимости и приоритетности в выборе методов оценки компаний финансового сектора в условиях цифровизации

Чем больше баллов набрано в подходе, тем менее он предпочтителен (и наоборот).

Таблица И.1 – Форма процесса определения применимости и приоритетности в выборе методов оценки для определения стоимости компаний финансового сектора в условиях цифровизации (1 – есть ограничение; 0 – нет)

Подход	Метод	Отсутствие возможность учесть цифровую составляющую	Сложность математичес кого применения	Отсутствие (в том числе частичн о) необходимой информации в открытых источниках информации	Дополнительное ограничение	Итого баллов (в скобках указываются дополнительные ограничение)
1	2	3	4	5	6	7
Классические методы						
Затратный	Чистых активов	1	0	1	Необходимость оценки НМА методом доходного подхода. Невозможность учесть будущий рост компании.	2 (+ 2)
	Ликвидационной стоимости	-	-	-	Используется только при ликвидации	-
Сравнительный	Метод сделок	0	0	1	Потенциальная спекулятивная составляющая сделки. Небольшое количество сделок на рынке. Неадекватная оценка российских компаний иностранными компаниями	1 (+ 3)

Продолжение таблицы И.1

1	2	3	4	5	6	7
	Метод рынка-капитала	0	0	1	Неадекватная оценка российских компаний иностранными компаниями	1 + (1)
Доходный	Дисконтированных дивидендов	0	0	1	Многие кредитные организации не выплачивают дивиденды	1 + (1)
	Дисконтированных денежных потоков	0	0	1	Справочно: точность прогнозов повышается с возможностью получения большего количества информации	1
	Капитализации	1	0	1	Используется только для банков с постоянным темпом роста	2 + (1)
Альтернативные методы						
Сценарный	-	-	-	-	-	Справочно: используется для ряда методов
Сочетание доходного и затратного	Модель ЕВО (Э.О. Эдвардса, Ф.У. Белла, Дж. А. Ольсона)	0	1	1	Высокая доля субъективизма. для учета качественных факторов	2 + (1)
	Фундаментальной стоимости	1	1	1	Справочно: демонстрирует нижний порог стоимости	3
Сравнительный	Метод рынка капитала с применением регрессии	0	1	1		2

Источник: составлено автором по материалам [1; 37; 36; 110; 111].

Приложение К

(информационное)

Краткая характеристика цифровых стратегий компаний-аналогов и объекта оценки

В 2022 г. группа «Сбербанк» проанализировала спрос на цифровую трансформацию бизнеса своих клиентов – общий объем проектов по вышеуказанному направлению составил 4,6 млрд руб. Основные запросы, с которыми приходят клиенты:

- реализовать цифровизацию продаж;
- выстроить цифровое производство;
- построить бесшовные цифровые процессы и аналитику;
- правильно выстроить цифровую стратегию, чтобы в будущем не возникло проблем с импортозамещением, масштабированием и прочее.

Для реализации цифровой трансформации бизнеса клиентов группа «Сбербанк» реализует собственную программу цифрового развития. По состоянию на февраль 2022 г. количество B2C-подписчиков цифровых витрин составляет 102,8 млн пользователей, количество B2B-клиентов цифровых витрин – 3 млн компаний.

Основные «цифровые» элементы Стратегии развития группы «Сбербанк» на 2023 г. [165]:

- реализация всех этапов Стратегии основывается в том числе на применении цифровой платформы, искусственного интеллекта и кибербезопасности;
- ускорение платежей будет возможна в том числе благодаря развитию SberPay, QR-кодов и биометрии (цифровых инструментов);
- планируется встраивание нефинансовых сервисов в финансовые (онлайн-витрина ипотеки);
- развитие кросс-продаж через создание межотраслевого интерфейса («Умный помощник» как агрегатор всех платформ);
- увеличение безналичного оборота физических лиц в 1,3 раза;
- рост числа клиентов и оборота транзакций на 150 тыс. клиентов и в два раза соответственно за счет развития экосистемы;
- интеграция физических лиц и юридических через розничные маркетплейсы и агрегаторы лучших предложений;
- согласно Стратегии, рынок электронной коммерции в Российской Федерации является ключевой возможностью развития на 2023-2026 гг., так как он еще не раскрыл своего

потенциала (развитие возможно в том числе за счет снижения издержек покупателей и продавцов при сокращении количества посредников);

- внедрение искусственного интеллекта – критически важное условие для роста эффективности группы «Сбербанк».

Основными векторами цифрового развития группы «Сбербанк» в 2023 г. являются:

- импортозамещение (проведение ИТ- и технологического аудита существующей ИТ- и телеком-инфраструктуры с учетом недоступности западных цифровых продуктов и решений);

- формирование полного отечественного набора цифровых решений (поскольку необходимость замены оборудования и импортозамещения цифровых решений возникла не в 2022 г., а намного раньше, в Российской Федерации уже есть готовые комплекс программных решений для бизнеса, исключая промышленную автоматизацию, для которой отсутствуют отечественные аналоги);

- необходимость более тесного взаимодействия с разработчиками (необходимость создания форвардных контрактов на разработку ИТ-решений для российских компаний; необходимо ставить перед разработчика задания не просто цифровизирования существующих бизнес-процессов, а создание новых продуктов);

- развитие облачного рынка: в условиях ограничения доступа к иностранным цифровым продуктам решениям может стать переход на отечественные облачные системы, что снимет нагрузку (и необходимость) ИТ-служб в развитии собственной инфраструктуры.

Банк ГПБ (АО) не раскрывает свою стратегию цифрового развития, однако согласно открытым источникам информации, Банк ГПБ (АО) по итогам 2022 г. занял третье место в рейтинге фонда «Сколково» инновационных банков благодаря инвестициям в стартапы и новые технологии. «Банк не только создает собственные цифровые сервисы, но также участвует в государственных проектах, таких как цифровой рубль, биометрия, блокчейн-платформа и других» [166].

Банк ВТБ (ПАО) делал акцент в стратегии своего цифрового развития на развитии своей ИТ-инфраструктуры, при которой 100% сервисов должны стать доступными клиентам в онлайн-режиме, что будет достигнуто благодаря внедрению цифровой экосистемы. Важно отметить, что полная перестройка ИТ-инфраструктуры Банк ВТБ (ПАО) вызвана ограничениями, вызванными Covid-19, скорректированная (в связи с экономико-политической ситуацией) программа цифрового развития на 2023 г. не представлена в открытых источниках информации [167]. в 2023 г. Банк ВТБ (ПАО) планирует создание совместного предприятия

с ПАО «Ростелеком» для развития цифровой инфраструктуры в регионах, что будет в себя включать создание систем видеонаблюдения и фотофиксации, интеллектуальных транспортных систем, автоматизация процессов ЖКХ и др. [168].

Согласно стратегическим целям АО «Альфа-банк» на 2023 г. и далее, одной из инициатив является создание своего диджитал бизнеса-партнерства для нефинансовых услуг, в том числе за счет развития цифровых каналов и технологичной платформы.

Одним из приоритетов развития ПАО «Московская биржа» до 2024 г. является культура инноваций, что подразумевает фокусировку группы на ускорение бизнес-процессов, сокращение времени запуска новых продуктов и повышении киберустойчивости ключевых систем. Планируется развитие финансовой цифровой платформы, что подразумевает распространение учетной инфраструктуры на широкий спектр финансовых активов [169].

Начиная с 2018 г. АО «Россельхозбанк» реализует курс на импортозамещение [170]. Более того, банк создал специальную компанию «РСХБ-Интех», которая занимается разработкой и сопровождением всего программного обеспечения, в том числе: внедрением новых цифровых решений, развитием образования в ИТ-формате, создание онлайн-объединений специалистов области [171].

АО «Почта России» отмечает, что события периода распространения Covid-19 оказали значительное влияние на развитие цифровых решений компании; основными целями цифровой трансформации являются: повышение доступности информации, товаров и услуг, улучшение логистических цепочек для соответствия скорости обращения на рынке электронной коммерции.

Приложение Л
(информационное)

Расчет стоимости акционерного капитала ПАО Сбербанк

Таблица Л.1 – Расчет стоимости акционерного капитала ПАО Сбербанк

В миллиардах рублей

Наименование	2024 г.	2025 г.	2026 г.	Терминальный период
Процентные доходы, рассчитанные по эффективной процентной ставке	3 822	3 906	3 975	4 134
Прочие процентные доходы	учитывается в строке выше			
Кредитный портфель ПАО Сбербанк	37 733	38 326	39 067	-
Доля процентных доходов в кредитном портфеле, в процентах	10	10	10	-
Процентные расходы, рассчитанные по эффективной процентной ставке	(1 446)	(1 469)	(1 497)	(1 557)
Прочие процентные расходы	учитывается в строке выше			
Кредиты и авансы клиентам	34 503	35 045	35 722	-
Доля кредитов и авансов в кредитном портфеле, в процентах	91,44	91,44	91,44	-
Расходы, непосредственно связанные со страхованием вкладов	(107)	(109)	(111)	(116)
Доля в кредитном портфеле, в процентах	0,3	0,3	0,3	-
Чистые процентные доходы	2 269	2 328	2 366	2 461
Комиссионные доходы	1 217	1 322	1 423	1 480
Комиссионные расходы	(350)	(381)	(410)	(426)
Доля в комиссионных доходах, в процентах	29	29	29	-
Операционные доходы	3 135	3 270	3 379	3 515
Расходы на содержание персонала и административные расходы	(1 046)	(1 137)	(1 224)	(1 273)
Прибыль до налогообложения	2 089	2 132	2 156	2 242
База налога на прибыль	2 089	2 132	2 156	2 242
Налог на прибыль	(418)	(426)	(431)	(448)
Чистая прибыль	1 671	1 706	1 724	1 793
Нераспределенная прибыль	-	-	-	-
Доля в чистой прибыли прошлого года + нераспределенная прибыль прошлого года, в процентах	82,29	82,29	82,29	82,29
Дивиденды по обыкновенным акциям	6 599	1 404	1 419	1 476
Темп роста в терминальном периоде, в процентах	4,0			
Терминальная стоимость	8 126			
Ставка дисконтирования, в процентах	22,16	22,16	22,16	22,16
Фактор дисконтирования в периоде	0,82	0,82	0,82	-
Итоговый фактор дисконтирования	0,90	0,90	0,90	0,90
Дисконтированный денежный поток	5 971	1 270	1 284	7 353
Стоимость 100% пакета обыкновенных акций	15 877			

Источник: расчеты автора по материалам [77].

Приложение М
(информационное)

Расчет стоимости 100% доли участия в уставном капитале ООО «Сбербанк Страхование»

Таблица М.1 – 100% доли участия в уставном капитале ООО «Сбербанк Страхование»

В тысячах рублей

Наименование	2024 г.	2025 г.	2026 г.	ТП
Заработанные страховые премии (нетто-перестрахование)	79 554 754	80 803 480	82 365 781	82 365 781
Страховые премии (страховой сектор Российской Федерации)	2 694 843	2 737 143	2 790 064	-
Доля компании на страховом секторе Российской Федерации, в процентах	0,003	0,003	0,003	-
Кредитный портфель банковского сектора Российской Федерации	99 959	101 528	103 491	-
Составившиеся убытки (нетто перестрахование)	(15 400 676)	(15 642 412)	(15 944 851)	(15 944 851)
Доля в заработанных страховых премиях, в процентах	-19	-19	-19	-
Расходы по ведению страховых операций (нетто-перестрахование)	(27 242 640)	(27 670 253)	(28 205 245)	(28 205 245)
Доля в заработанных страховых премиях, в процентах	-34	-34	-34	-
Инвестиционная деятельность (за вычетом процентных доходов)	-	-	-	-
Общие и административные расходы	(5 969 508)	(6 488 855)	(6 982 008)	(6 982 008)
Сальдо прочих доходов и расходов	(185 385)	(188 295)	(191 935)	(191 935)
Доля сальдо расходов и доходов в заработанных премиях, в процентах	-0,2	-0,2	-0,2	-
Прибыль до налогообложения	30 756 545	30 813 666	31 041 741	31 041 741
База налога на прибыль	30 756 545	30 813 666	31 041 741	31 041 741
Налог на прибыль	6 151 309	6 162 733	6 208 348	6 208 348
Чистая прибыль	24 605 236	24 650 933	24 833 393	24 833 393
Дивиденды по обыкновенным акциям	14 192 810	8 506 593	8 522 392	8 585 472
Темп роста в терминальном периоде, в процентах	3,0			
Терминальная стоимость	59 975 357			
Ставка дисконтирования, в процентах	17,32	17,32	17,32	17,32
Фактор дисконтирования в периоде	0,85	0,85	0,85	-
Итоговый фактор дисконтирования	0,92	0,79	0,67	0,67
Дисконтированный денежный поток	13 103 630	6 694 611	5 717 124	40 233 608
Стоимость собственного капитала до итоговых поправок	65 748 973			

Источник: расчеты автора по материалам [162].