

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

АВТОРЕФЕРАТ
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель

Косорукова Ирина Вячеславовна,
доктор экономических наук, профессор

Москва - 2025

Диссертация представлена к публичному рассмотрению и защите в порядке, установленном ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» в соответствии с предоставленным правом самостоятельно присуждать ученые степени кандидата наук, ученые степени доктора наук согласно положениям пункта 3.1 статьи 4 Федерального закона от 23 августа 1996 г. № 127-ФЗ «О науке и государственной научно-технической политике».

Публичное рассмотрение и защита диссертации состоятся 24 декабря 2025 г. в 14:00 часов на заседании диссертационного совета Финансового университета Д 505.001.101 по адресу: Москва, Ленинградский проспект, д. 51, корп. 1, аудитория 1001.

С диссертацией можно ознакомиться в диссертационном зале Библиотечно-информационного комплекса ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» по адресу: 125167, Москва, Ленинградский проспект, д. 49/2, комн. 100 и на официальном сайте Финансового университета в информационно-телекоммуникационной сети «Интернет» по адресу: www.fa.ru.

Персональный состав диссертационного совета:

Председатель – Каменева Е.А., д.э.н., профессор;
заместитель председателя – Лосева О.В., д.э.н., доцент;
ученый секретарь – Древинг С.Р., д.э.н., доцент;

члены диссертационного совета:

Косорукова И.В., д.э.н., профессор;
Львова Н.А., д.э.н., доцент;
Стерник С.Г., д.э.н., профессор;
Федотова М.А., д.э.н., профессор;
Хотинская Г.И., д.э.н., профессор;
Чараева М.В., д.э.н., доцент;
Черникова Л.И., д.э.н., профессор;
Якупова Н.М., д.э.н., профессор.

Автореферат диссертации разослан 28 октября 2025 г.

I Общая характеристика работы

Актуальность темы исследования. Экономическое пространство постоянно модифицируется, подстраиваясь под современные реалии, тенденции глобализации и цифровизации. Наибольшего распространения цифровая трансформация достигла в финансовом секторе экономики. 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. При этом согласно Указу Президента Российской Федерации от 07.05.2024 № 309 «О национальных целях развития Российской Федерации на период до 2030 года и на перспективу до 2036 года» 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. 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 в отечественной экономической литературе рассматриваются авторами: М.А. Федотовой, О.В. Лосевой, Т.В. Тазихиной, В.Н. Жигаловом, А.Г. Грязновой, И.В. Косоруковой, Т.Г. Касьяненко, В.М. Рутгайзером, Д.М. Хлопцовым; в зарубежной научной литературе – А. Дамодараном, Т. Коуплендом, Т. Коллером, Дж. Муррином, Н. Антиллом, Ш. Прагтом, Г. Тругманом, В. Шарпом, Ф. Блэком, Д. Хитчнером. Теоретический фундамент исследования особенностей цифровой трансформации

финансового сектора составляют работы зарубежных и российских экономистов: С.Ю. Перцевой, С. Главиной, М.А. Горбченко, К.Т. Самедова, Э.С. Алпатовой, О.В. Вагановой, Т. Коупленда, Т. Коллера, Дж. Муррина. Общие факторы роста стоимости компаний рассмотрены в работах Т. Коупленда, Т. Коллера, Дж. Муррина, М.А. Федотовой, О.В. Лосевой, Т.В. Тазихиной, И.В. Косоруковой, С.А. Секачевым, М.А. Шуклиной, И.В. Чугуновой, Я.С. Вероновской, А.А. Малюченко, Ю.В. Волковой. Факторы роста стоимости компаний финансового сектора, в частности, кредитных организаций, рассмотрены в работах А.А. Филипповой, Т.Н. Мозгалевой, Г.П. Головиной, А.Е. Будицкого, В.Б. Фроловой, А. Б. Братова, А.М. Карминского, Ж. Дермина, С.Ю. Богатырева, С.С. Добрынина, А. Л. Рожковского, А.А. Помулева.

Вместе с тем, несмотря на значительное количество исследований, проведенных по вопросам стоимостной оценки компаний финансового сектора, общепризнанная концепция учета драйверов стоимости, появившихся при их цифровизации, а также новых рисков не выработана. 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.

II Основное содержание работы

В соответствии с целью и задачами исследования обоснованы следующие научные результаты, выносимые на защиту.

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.

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 «Оценки бизнеса (ФСО № 8)», утвержденного Приказом Минэкономразвития России от 01.06.2015 № 326, определяет в качестве объектов оценки бизнеса акции, паи, доли в уставном капитале. Проанализированы организационно-правовые формы различных типов финансовых компаний, определена их потенциальная возможность быть объектами оценки в соответствии с ФСО № 8:

– 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;

– не могут быть объектами оценки, исходя из 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).

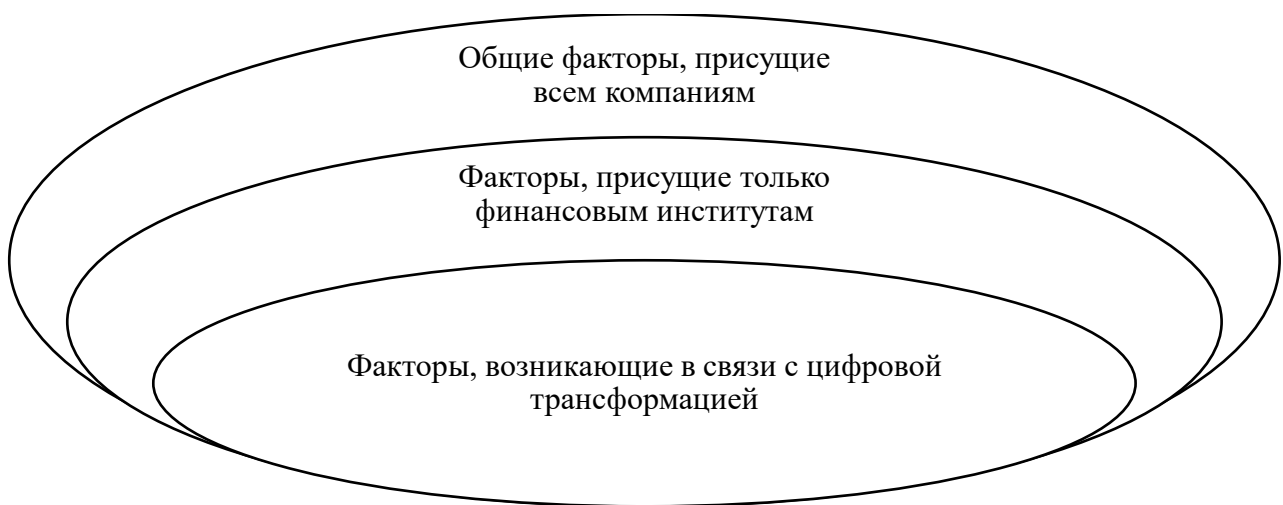
В исследовании указаны возможные организационно-правовые формы, источники информации (нормативно-правовые акты), а также что именно (акции, доли и другое) может быть потенциальным объектом оценки для каждого типа компаний финансового сектора.

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.

Классификация совокупности факторов стоимости финансовой организации представлена на рисунке 1.



Источник: составлено автором.

Рисунок 1 – Совокупность факторов стоимости финансовой организации

Общие факторы, присущие любым коммерческим организациям: 1) финансовые: маржинальность прибыли, выручка, фундаментальная стоимость, добавленная стоимость; 2) нефинансовые: удовлетворенность клиентов, уровень подготовки персонала, финансовая и организационная структура компании. В качестве факторов, присущих компаниям только финансового сектора выделены

следующие: 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.

В частности указанные факторы дополнены следующими: для кредитных организаций – динамика ключевой ставки Банка России, залоговое обеспечение, Индекс МОЕХ, динамика ВВП (подтверждается при построении парной регрессии); для страховых организаций – размер кредитного портфеля банковского сектора Российской Федерации (подтверждается при построении регрессии). В качестве факторов стоимости компаний финансового сектора, возникающих в связи с цифровой трансформацией, выделены следующие: уровень финансирования, уровень цифровых навыков и компетенций сотрудников, наличие пакетных готовых решений, готовность целевой аудитории к цифровому взаимодействию, использование цифровых технологий, специфические риски, связанные с цифровизацией (риск кибербезопасности, риск прекращения способности цифрового актива приносить доходы, степень реализации стратегии цифрового развития, уровень цифровой культуры, риски, связанные с подходом к цифровизации бизнеса).

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.

Авторская методика выбора подходов и методов оценки стоимости компаний финансового сектора в условиях цифровизации представлена в таблице 1.

Таблица 1 – Форма процесса определения применимости и приоритетности в выборе методов оценки для определения стоимости компаний финансового сектора в условиях цифровизации

Подход	Метод	Отсутствие возможности учесть цифровую составляющую	Сложность математического применения	Отсутствие информации в открытых источниках	Дополнительное ограничение	Итого баллов
Классические методы						
Затратный	Чистых активов	1	0	1	Оценка 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. Нерепрезентативно использование иностранных аналогов	1 (+ 3)
	Метод рынка капитала	0	0	1	Нерепрезентативно использование иностранных аналогов	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 постоянные темпом роста	2 + (1)
Альтернативные методы. Справочно: сценарный метод, 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)
Не применимо	Фундаментальной стоимости	1	1	1	Справочно: демонстрирует нижний порог стоимости	3
Сравнительный	Метод рынка капитала с применением регрессии	0	1	1	Отсутствует	2
Примечание – 1 – есть ограничение; 0 – нет ограничения.						

Источник: составлено автором.

Выводы об иерархии применимости методов оценки компаний финансового сектора в зависимости от цели оценки на основе анализа, представленного в таблице 1, приведены в таблице 2.

Таблица 2 – 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 банка	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.

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.

В рамках доходного подхода разработана и апробирована модель прогнозирования размера премий страхового сектора России (критерии адекватности и значимости модели и параметров представлены в исследовании), модель представлена формулой (1)

$$Y = 26,96x \quad (1)$$

где Y – размер премий страхового сектора Российской Федерации, млрд руб.;
 x – величина кредитного портфеля банковского сектора, млрд руб.

Разработана и апробирована методика определения специфических рисков, связанных с цифровизацией компаний финансового сектора, представлена формулой (2)

$$S1 = \frac{\sum x_i \times v_i}{n}, \quad (2)$$

где $S1$ – премия 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.

В исследовании представлены методики определения специфического риска по каждому из критериев (кибербезопасность, стратегия цифрового развития, присутствие компании в социальных сетях и высокая открытость интернет-сайта, цифровая культура, риски, связанные с подходами к цифровизации компании, прочее). Далее демонстрируется методика на примере критерия «стратегия цифрового развития», представленная в таблице 3.

Таблица 3 – Методика определения специфического риска по критерию «стратегия цифрового развития»

Значение риска	Характеристика стратегии развития компании
«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

Источник: составлено автором.

Разработана и апробирована модель прогнозирования кредитного портфеля организаций банковского сектора в зависимости от размера ВВП (критерии адекватности и значимости модели и параметров представлены в исследовании), модель представлена формулой (3)

$$Y = 1,93x \quad (3)$$

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

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

В рамках сравнительного подхода разработана и апробирована методика определения средневзвешенного по факторам цифрового развития

мультипликатора при определении стоимости компании финансового сектора сравнительным подходом методом рынка капитала:

- 1) каждому из подходов к цифровизации, представленных в таблице 4, присваивается вес в зависимости от степени перехода к цифровому формату и его развитости («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»;
- 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 его веса, деленная на сумму весов подходов, схема представлена в таблице 5;
- 4) рассчитывается разница в показателях цифровизации для каждого аналога по сравнению с оцениваемой компанией;
- 5) определяется средневзвешенный по величине разницы в показателях цифровизации мультипликатор.

Таблица 4 – 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 (банкинга)
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
Цифровой бренд	Компания позиционирует себя как стремящуюся к цифровому развитию.
Полностью цифровая организация	Полный отказ от физической бизнес-модели
Цифровая экосистема / финансовая метавселенная	Создание киберпространства при отсутствии конкуренции (совместная работа финансовых и нефинансовых компаний)

Источник: составлено автором.

Апробация указанных моделей и методики продемонстрировала следующие результаты: подтверждено получение наиболее репрезентативного результата оценки доходным подходом методом дисконтированных дивидендов с учетом

применения модели для прогноза кредитного портфеля банка, прогноза размера премий страховой организации, который в свою очередь прогнозируется с помощью модели парной регрессии, указанной выше, и учета специфического риска при определении ставки дисконтирования; подтвержден репрезентативный результат трансформированным методом рынка капитала сравнительного подхода с учетом цифрового фактора.

Таблица 5 – Методика расчета средневзвешенного показателя цифровизации по весу подхода

Подход к цифровизации	Вес	Аналог 1	Аналог 2	Аналог n
Классический с цифровыми каналами	1	Значение риска	Значение риска	Значение риска
Цифровой филиал классической организации	2	Значение риска	Значение риска	Значение риска
Цифровой бренд	3	Значение риска	Значение риска	Значение риска
Полностью цифровая организация	4	Значение риска	Значение риска	Значение риска
Цифровая экосистема / финансовая метавселенная	5	Значение риска	Значение риска	Значение риска
Средневзвешенные показатели цифровизации по весу подхода	-	Значение риска	Значение риска	Значение риска

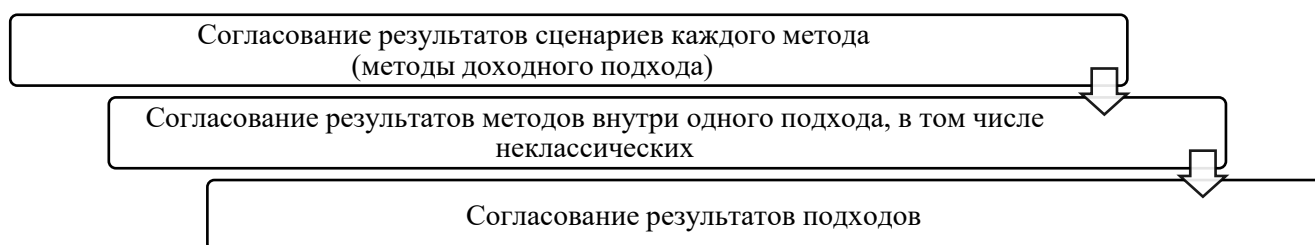
Источник: составлено автором.

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.

Комплекс научно-практических рекомендаций по оценке стоимости компаний финансового сектора в условиях цифровой трансформации разработан для практикующих оценщиков, финансистов, финансовых модельеров и других специалистов отрасли. Разработанный комплекс рекомендаций направлен

на повышение точности результата определения стоимости компаний финансового сектора в условиях их цифрового развития, и включает нижеследующее.

Применение принципов оценки стоимости организаций финансового сектора, которые дополнены следующим: соответствие цифрового развития организации подходу к цифровизации. Запрос информации рекомендуется дополнить следующими пунктами: цифровая стратегия развития, детализированный прогноз капитальных вложений на развитие и внедрение цифровых решений, прогноз доли активов финансовой организации в общих активах банковского сектора России с обоснованием, перечень кибератак, совершенных за последние три-пять лет, описание последствий данных нарушений, при возможности выражение в денежном эквиваленте последствий мошенничества, анализ рынка не только финансового сектора, но и используемых цифровых решений, динамика количества филиалов и представительств. Методика оценки стоимости компаний финансового сектора на основе использования балльной системы применения методов оценки и их применимости с учетом сформированной иерархии для различных целей оценки в условиях цифровой трансформации приведена ранее подробно. Многоступенчатая схема согласования результатов, необходимость которой определена потребностью нивелирования высокой степени неопределенности как макроэкономической ситуации в России, так и развития цифровых решений, представлена на рисунке 2.



Источник: составлено автором.

Рисунок 2 – Схема согласования результатов при проведении оценки стоимости кредитных организаций

В рамках доходного подхода для того, чтобы отразить дополнительные аспекты, требующие анализа макроэкономической ситуации, а также цифрового

развития, описаны основные компоненты денежного потока и для каждого определена рекомендация о необходимости анализа дополнительной информации, представлены на рисунке 3 и в таблице 6.



Источник: составлено автором.

Рисунок 3 – Дополнительная информация, которую необходимо проанализировать в связи с цифровой трансформацией бизнеса компании финансового сектора в рамках доходного подхода

Таблица 6 – Направления учета влияния цифровой трансформации бизнеса финансовых организаций в компонентах модели дисконтированных дивидендов

Компонент	Направление анализа
1	2
Объем реализации	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 его внедрение демонстрирует устойчивую отрицательную динамику на объем реализации, то компании необходимо начать поиск альтернативных каналов продаж

Продолжение таблицы 6.

1	2
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). Возможен 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, использование цифровых технологий может позволить передавать часть работы «на подряд», что повысит уровень расходов на заработную плату, в то же время использование цифровых технологий может обеспечить выполнение ряда задач в автоматическом порядке, что приведет к сокращению затрат на заработную плату. Анализ позволит определить возможные изменения в структуре переменных расходов и их влияние на общую финансовую ситуацию компании. Возможно, необходимо рассмотреть альтернативные сценарии формирования (в том числе снижения) расходов, определить возможные пути оптимизации. 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 др.
Амортизация, капитальные вложения	Необходимо проанализировать влияние цифрового развития на амортизацию активов компании. 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)

Источник: составлено автором.

Анализ направлений информации о цифровой трансформации компаний финансового сектора в рамках сравнительного подхода в оценке представлен на рисунке 4. Основные ограничения использования сравнительного подхода при оценке стоимости компаний финансового сектора в условиях цифровой трансформации: закрытость информации, недостаточная развитость рынка. Учитывая, что при оценке будет иметься ограниченный диапазон аналогов, необходимо выстроить достаточно строгую систему отбора аналогов с целью учета

цифрового развития компании: анализ соответствия подхода к цифровизации, размер и масштаб компании, территория, на которой осуществляет деятельность оцениваемая компания и аналоги, 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 тому подобное, учет скидок на торг, разницы цен предложения и спроса, анализ периода экспозиции аналогов.

Разработанные трансформации методов доходного и сравнительного подходов – дисконтированных дивидендов и рынка капитала. В исследовании приводится апробация представленных разработок на примере кредитной и страховой организаций, которые доказывают эффективность полученных научных результатов.



Источник: составлено автором.

Рисунок 4 – Направления анализа информации о цифровой трансформации компаний финансового сектора в рамках сравнительного подхода в оценке

III Заключение

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

Разработана классификация факторов стоимости компаний финансового сектора в условиях цифровизации, включающая следующие группы факторов: а) общие факторы, присущие всем организациям (вне зависимости от отрасли деятельности); б) факторы, присущие только финансовым институтам (для кредитных организаций дополнены факторами - динамика ключевой ставки Банка России, залоговое обеспечение, Индекс МОЕХ, динамика ВВП; для страховых – размер кредитного портфеля банковского сектора Российской Федерации); в) факторы, возникающие в связи с цифровой трансформацией (уровень финансирования, уровень цифровых навыков и компетенций сотрудников, наличие пакетных готовых решений, готовность целевой аудитории к цифровому взаимодействию, использование цифровых технологий, специфические риски, связанные с цифровизацией).

Предложена авторская методика выбора подходов и методов оценки стоимости компаний финансового сектора в условиях цифровизации, согласно которой наиболее предпочтительными методами (для общего случая: определение рыночной стоимости) являются метод дисконтированных дивидендов, метод рынка капитала с применением взвешенного по подходам к цифровизации показателя.

В рамках трансформации традиционных методов доходного подхода предложено использовать регрессионные модели прогноза величины кредитного портфеля банковского сектора Российской Федерации в зависимости от величины ВВП Российской Федерации и прогноза величины премий страхового сектора Российской Федерации в зависимости от величины кредитного портфеля банковского сектора Российской Федерации.

В рамках трансформации традиционных методов сравнительного подхода, представленных в таблице 5, предложено использовать средневзвешенный по подходам к цифровизации показатель.

Разработаны научно-практические рекомендации по оценке стоимости компаний финансового сектора в условиях цифровой трансформации, в том числе включающие рекомендации по анализу направлений исследования информации о цифровых факторах роста стоимости и совершенствования финансово-стоимостного анализа в рамках доходного подхода

IV Список работ, опубликованных по теме диссертации

*Публикации в рецензируемых научных изданиях,
определенных ВАК при Минобрнауки России:*

1. 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://www.erej.ru/upload/iblock/5fc/klpcce7x13zlsv57pzwiradeycb5jdkm.pdf> (дата обращения: 09.07.2025).
2. 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.
3. 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.
4. 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.