

3. ЭКОНОМИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ

3.1. ВЛИЯНИЕ ЭКОНОМИЧЕСКИХ САНКЦИЙ НА ОЦЕНКУ РОССИЙСКИХ БАНКОВ

Добрынин С.С., аспирант кафедры «Финансы и кредит»

Российский государственный социальный университет

Проблема адаптации зарубежных методов оценки акций к текущим условиям, в которых работают российские банки, а также необходимость поиска новых инвесторов для капитализации отечественной банковской системы становятся все более актуальными на фоне санкций западных стран. В данной статье наряду со спецификой типичного российского банка рассматриваются проблемы адаптации зарубежных методов оценки к отечественной практике стоимостного анализа акций банков с учетом влияния внешнеэкономических санкций на процесс оценки.

ВВЕДЕНИЕ

Необходимость выработки корректной методики оценки акций отечественных банков с учетом экономических санкций, введенных западными странами против Российской Федерации, диктуется задачей по поиску новых инвесторов для наращивания капитала отечественной банковской системы. Вследствие фактического закрытия потока инвестиций с финансовых рынков США и Европейского союза банковской системе РФ требуются новые партнеры, заинтересованные в капиталовложениях. Среди таких стран инвесторов рассматриваются Китай, Сингапур, Индия, Бразилия и др. Для повышения обоснованности инвестиций этим инвесторам нужна корректная стоимостная оценка, отражающая все новые факторы, сложившиеся на российском финансовом рынке. Совершенствование методов оценки стоимости российских банков в этих просто необходимо, так как сегодня у многих отечественных экспертов есть четкое понимание, что санкции введены всерьез и надолго, и они будут оставаться определяющим фактором для привлечения капитала в отечественную банковскую систему долгие годы.

Разработанные за рубежом, в основном, в западных странах, методы оценки стоимости акций банков мало применимы для сложившихся специфических российских условий. Разработка методов оценки стоимости банков в отечественной оценочной научной школе проводилась российскими учеными: Федотовой, Тазихиной, Будичким, Рутгайзером и др. При этом проблема влияния экономических санкций со стороны международных центров капитала на стоимость отечественных банков в научных исследованиях не анализировалась, так как ранее не имела практической актуальности и значимости.

ПЕРСПЕКТИВЫ ПРИМЕНЕНИЯ ТРАДИЦИОННОГО ИНСТРУМЕНТАРИЯ ОЦЕНКИ В НОВЫХ УСЛОВИЯХ

Научное исследование, результаты которого опубликованы в настоящей статье, основано на обширной информации об эффекте международных экономических санкций на банки суверенных экономик Исламской Республики Иран, Корейской Народно-

Демократической Республики, Республики Кубы и новейшей информации о влиянии санкций на отечественного гиганта банковской индустрии – Газпромбанк (открытое акционерное общество, ОАО). Для разработки методов оценки стоимости российских банков были изучены теоретические основы стоимостной оценки применительно к условиям ограниченного движения капитала, исследованы особенности применения методов стоимостной оценки банков в условиях санкций, на примере Газпромбанка применена методика остаточного дохода для оценки акций российских банков в условиях международных экономических санкций.

Применение достижений отечественной оценочной науки в современных условиях состояния российских банков, а именно ограничение доступности традиционных дешевых источников фондирования и капитала, необходимость переориентации на новых инвесторов, выявило следующее.

1. Применение традиционных подходов к оценке финансовых институтов, таких как затратный подход (в частности метод чистых активов), сравнительный подход и доходный подход в части метода дисконтированных дивидендов, могут быть слабо применимы к стоимостной оценке отечественных банков, находящихся под воздействием экономических санкций со стороны ряда стран Запада.
2. Целесообразна разработка способов применения новейших методов оценки, таких как модель Э.Б. Ольсона, опционные методы оценки на основе выявления и учета в процессе оценки особых свойств российских финансовых институтов, как объектов анализа.

Анализ применения традиционных подходов показал, в частности, что применение доходного подхода требует подробного прогноза развития бизнеса банка в течение всего прогнозного периода. На практике в РФ при оценке банков этот период может составлять от 3 до 12 лет. Однако прогнозирование деятельности банка в РФ за горизонтом трех лет, особенно в текущих условиях, является не просто сложной, но еще и очень противоречивой задачей, при решении которой применяется большое количество субъективных суждений оценщика. При этом анализ процесса выработки указанных суждений при определении стоимости в условиях санкций, в рамках доходного подхода в отечественной практике до появления настоящей работы ранее не проводился.

Сравнительный подход на практике применяется для оценки российских банков в целях индикативного анализа результата, полученного в рамках других подходов к оценке. Это объясняется следующими ограничениями при применении сравнительного подхода в российских условиях:

- отсутствие единой непротиворечивой базы данных мультипликаторов по сделкам с российскими банками;
- обоснованные сомнения в сопоставимости непубличных отечественных банков и торгуемых, Сбербанка и ВТБ. Крайняя дискуссионность вопроса полного отражения фундаментальной стоимости в котировках акций Сбербанка и ВТБ в условиях санкций со стороны США, ЕС и ряда союзников указанных стран;
- ограничение применения мультипликаторов зарубежных банков в российских условиях, связанное как с

различиями в прогнозируемом развитии внешней среды (включая вопросы регулирования), так и с отсутствием разработанных методик расчета поправок на ограниченный доступ к рынку капиталов в ряде стран.

Применение затратного подхода для оценки деятельности банков основывается на имеющейся регулирующей и теоретической базе: указах и постановлениях Центрального банка РФ (ЦБ РФ) о расчете чистых активов и публикациях отечественных ученых. Нужно отметить, что, несмотря на жесткую регламентацию деятельности банков, оценка рыночной стоимости их активов, как и собственного капитала, – процесс трудоемкий, так как требуется детальный анализ внутренней, непубличной информации по каждой статье банковского баланса. Поправки стоимости банков на ограничения доступа к рынку капиталов и рефинансированию в рамках затратного подхода не разработаны и полностью отсутствуют. Кроме того, по мнению подавляющего большинства экономистов и экспертов, российская банковская система остается развивающейся и имеет огромные перспективы роста в долгосрочном периоде (здесь нужно отметить публикации и комментарии академиков Российской Академии наук С.Ю. Глазьева, Н.Я. Петракова, профессоров А.Г. Грязновой, О.И. Лаврушина, О.Н. Афанасьева, А.А. Грунина, Н.П. Белотеловой и многих других).

Соответственно применение затратного подхода и, в частности, метода чистых активов для стоимости оценки может не отражать стоимости, формируемой перспективами дальнейшего роста активов. Фактор перспектив становится особенно актуальным в период ввода экономических санкций со стороны традиционных партнеров отечественных банков, так как велик риск отразить в текущей оценке значительные моментные убытки от фактического обесценения ряда активов (например, инвестиционных кредитов, связанных с проектами, финансируемыми партнерами из США и ЕС), не отразив при этом прогнозируемое изменение политики управления активами и пассивами банка.

Особенности отечественной банковской системы и санкции накладывают ограничения на использование традиционных методов доходного подхода к оценке стоимости банка. Более того, как показал проведенный анализ, в современных условиях применение алгоритма дисконтирования дивидендов, заложенного в автоматические алгоритмы определения стоимости банков и компаний в современных зарубежных информационных системах, может быть неприменим в принципе. Это объясняется тем, что данный метод:

- требует значительных горизонтов анализа для сокращения доли терминальной (построгнозной) стоимости объекта оценки, что требует очень высокой доли субъективных предположений оценщика по внешней и внутренней среде банка;
- основывается на предпосылке о стабильной дивидендной политике, что в условиях высокой неопределенности (под санкциями) ведет к некорректным оценкам;
- выражает стоимость через объемы дивидендных выплат, при этом не учитывает фактор формирования долгосрочных перспектив роста стоимости при значительной или полной капитализации прибыли банком в условиях нестабильности внешних источников привле-

чения капитала и роста требований к достаточности капитала со стороны регулятора.

В связи со всем вышесказанным были рассмотрены синтетические методы, в частности, методы, основанные на концепции остаточного дохода и опционные методы оценки. Необходимо отметить, что еще до введения экономических санкций отечественные практики и теоретики предпринимали попытки расширить инструментарий оценщика бизнеса банков в РФ за счет применения новых опционных методов оценки.

Хотя большинство этих методов было разработано еще в середине 1990-х гг., тем не менее, по сравнению с традиционными подходами, которые существуют достаточно долго, они действительно могут считаться новыми. К ним в первую очередь следует отнести синтетические методы оценки в виде модели Блэка-Шоулза и ее производных и методы, основанные на концепции добавленной стоимости (остаточного дохода), которые будут рассмотрены далее.

В части модели Блэка-Шоулза и их производных обращают на себя внимание публикации М.А. Федотовой, В.М. Рутгайзера и А.Е. Будицкого [3, с. 5-13; 4, с. 39-48], анализирующие возможность применения ее для оценки российских банков. По мнению указанных авторов, особенно эффективно ее применение для средних региональных банков и небольших банков, созданных в форме общества с ограниченной ответственностью, где незначительное количество и размытая структура обслуживаемых клиентов не позволяет достоверно определить выживаемость клиентской базы и грамотно спрогнозировать денежный поток. Теоретически это является преимуществом при оценке банка, находящегося в условиях санкций и высокой неопределенности. Согласно этой модели, стоимость бизнеса представляется как стоимость колл-опциона, составленного из активов и обязательств компании. В интерпретации А. Грегори рыночная стоимость компании в рамках модели Блэка-Шоулза выражается следующим образом [1, с. 53]:

$$P = S * N(d_1) - X e^{-Rt} * N(d_2) \tag{1}$$

где: s – рыночная стоимость активов;
 x – стоимость обязательств;
 e^{-Rt} – непрерывно начисляемая безрисковая процентная ставка за период t ;
 t – период истечения опциона;
 $N(d_1), N(d_2)$ – кумулятивные нормальные вероятности функции плотности распределения;

$$d_1 = \frac{\ln(S / X) + \left(R_f + \frac{\sigma^2}{2} \right) t}{\sigma \sqrt{t}}, \tag{2}$$

$$d_2 = \frac{\ln(S / X) + \left(R_f + \frac{\sigma^2}{2} \right) t}{\sigma \sqrt{t}}$$

Таким образом, стоимость компании представляется в виде функции пяти переменных:

- стоимости активов и долга соответственно;

- дюрации долговых обязательств;
- волатильности или среднеквадратического отклонения стоимости акций компаний-аналогов на организованном рынке за период;
- безрисковой ставки.

Для данной модели оценки банка можно выделить следующие основные составляющие.

1. Безрисковую ставку в рамках модели Блэка-Шоулза для оценки стоимости банка целесообразно принять в том же размере, что и для доходного подхода.
2. Показатель волатильности является одним из важнейших элементов модели. Расчет данного коэффициента может быть произведен на основе анализа изменения индекса ожиданий инвестора и соответствующей корреляции с показателем волатильности.
3. Дюрация долга представляется наиболее сложным в расчетах показателем, в значительной степени влияющим на определение совокупной стоимости банка.
4. Показатели рыночной стоимости активов S и долга X . Стоимость активов S для банка рассчитывается, исходя из данных, полученных в рамках оценки методом чистых активов без каких-либо изменений. Показатель X можно применять по балансовой оценке, поскольку обязательства уже подлежат дисконтированию путем приведения к настоящему моменту времени с помощью безрисковой ставки.

Адаптация указанной модели к оценке бизнеса российских банков в условиях санкций вызывает сомнения, в связи со следующими аспектами:

- В своей статье, изучающей применимость данной модели для российских банков [3, с. 5-13] М.А. Федотова и А.Е. Будицкий показывают удобство ее применения для оценки стоимости компаний, величины активов и обязательств которых сравнимы по величине. Однако на сегодняшний день соотношение активов и обязательств отечественных банков определяется нормативами ЦБ РФ и начинает сужаться в связи с вводом в РФ норм Базель III и повышенными требованиями к финансовой устойчивости крупнейших, системнообразующих банков (которые и стали объектом адресных санкций Запада).
- Статистически корректное определение показателя волатильности для данной модели возможно только на основании курсовой динамики торгуемых акций. По мнению целого ряда специалистов-практиков (в частности, аналитиков «Юникредит», «ВТБ Капитал» и других компаний) объемы свободного обращения, капитализации, ликвидности и степень информационной открытости позволяют говорить, что среди всех торгуемых российских банков только акции Сбербанка и ВТБ могут рассматриваться как реальный рыночный индикатор динамики стоимости банковских акций в РФ. При этом очевидно, что более 95% российских банков не могут являться аналогами Сбербанка и ВТБ по всем финансовым и нефинансовым показателям, как следствие, использование показателя волатильности их акций для оценки широкого круга отечественных банков является потенциально некорректным. Тем более санкции, примененные к различным российским банкам, неоднородны по своей структуре (например, Банк «Россия» был поставлен перед фактом отказа в сотрудничестве со стороны VISA и MasterCard, в то время как Сбербанк, ВТБ и Газпромбанк на сегодняшний день продолжают работать с указанными платежными системами).
- Предложенный М.А. Федотой и А.Е. Будицким [3, с. 5-13] метод определения дюрации как средневзвешенного (по всем обязательствам) периода оборачиваемости задолженности банка (что отличается от методики расчета так называемой простой дюрации или

дюрации Маколея, на основе дисконтирования купонных выплат и номинала облигации по ставке доходности к погашению облигации), требует экспертных корректировок исторических данных и предположений о динамике данной величины в будущем. Однако, если оценщик имеет дело с волатильным, но динамично развивающимся банковским бизнесом, стремительно меняющим свои представления об источниках привлечения пассивов перечне, партнеров банков-партнеров и т.д., историческая статистика, очевидно, мало применима (а это, как было показано выше, является отличительной чертой современной российской банковской системы, особенно в части крупнейших ее игроков, ставших целью санкций и недружественных действий старых партнеров).

- Корректная оценка рыночной стоимости долга путем дисконтирования по безрисковой ставке, в условиях нарастающей доли гибридного, субординированного долга в обязательствах банков в РФ в ходе введения ЦБ РФ положений Базель III, может быть невозможной.

Это вызвано свойствами субординированного долга, привлекаемого кредитной организацией на срок не менее пяти лет, и который не может быть истребован кредитором до окончания срока действия договора, если заемщик не нарушает его условия. Выплата основной суммы долга происходит одним платежом по окончании срока действия договора. Без согласования с ЦБ РФ невозможны досрочное погашение кредита или его части, досрочная уплата процентов за пользование кредитом, досрочное расторжение договора кредита и (или) внесение в него изменений. В случае банкротства кредитной организации – заемщика требования кредитора, предоставившего субординированный кредит, не могут быть удовлетворены до полного удовлетворения требований иных кредиторов. Как следствие, условия по такому виду кредита могут существенно отличаться от рыночных условий предоставления простых, не субординированных пассивов.

Например, аналитики Газпромбанка [2, с. 3] в 2013 г. оценивали спред между стоимостью субординированной задолженности российских банков и не субординированными долговыми обязательствам в 25-50 базисных пунктов. Таким образом, можно отметить, что, несмотря на большие перспективы развития опционных методов оценки (модели Блэка-Шоулза и ее производных) есть существенные нерешенные на сегодняшний день проблемы ее применения. Это не позволяет рекомендовать ее в качестве инструмента для оценки бизнеса российских банков в условиях санкций.

Другой одной относительно молодой методикой оценки российских банков является модель остаточного дохода и ее производные (остаточный доход от англ. residual income, RI). Данная модель ведет свою историю из серии работ профессора Нью-Йоркского университета Д. Ольсона [11, с. 7]. Суть подхода RI состоит в выделении в каждом прогнозном периоде остаточной доходности на собственный капитал. Для банка данная модель может быть в общем виде представлена как:

$$(ROE - r) * B_{t-1}, \quad (3)$$

где: ROE – рентабельность собственного капитала;
 r – требуемая доходность на собственный капитал;

B_{t-1} – собственный капитал предыдущего периода.

При этом рыночная стоимость банка фактически равна:

$$v_0 = B_0 + \left\{ \frac{RI_1}{(1+r)^1} + \frac{RI_2}{(1+r)^2} + \frac{RI_3}{(1+r)^3} + \dots \right\}. \quad (4)$$

Основными преимуществами данной модели для оценки банка в условиях санкций являются:

- отсутствие необходимости определять ежегодный объем и возможность осуществления дивидендных выплат. При этом капитализация прибыли в модели RI не ведет к автоматическому снижению стоимости актива, что хорошо отражает специфику развития отечественных банков в текущих условиях, отмеченных выше;
- определение большей части стоимости в текущем капитале банка B_0 , следовательно, нет необходимости строить долгосрочный прогноз финансовой отчетности банка. Более того, теоретически RI серьезно сокращает зависимость результата стоимостной оценки от расчета построгогнозной стоимости как таковой (в случае, если ROE близко или равно r). Как отмечалось выше, это может быть крайне важно для сокращения числа субъективных предпосылок оценщика, работающего с отечественным банком в условиях санкций и изменения бизнес-модели.

В связи с этим в проведенном исследовании метод оценки остаточного дохода был определен как наиболее подходящий для оценки стоимости российского банка в условиях экономических санкций.

Одним из ограничений при применении этого метода в условиях санкций явилось определение ставки дисконтирования. При попытке использования традиционной, наиболее часто применяемой для построения ставки дисконтирования модели $CAPM$ (модель оценки капитальных активов) были обнаружены непреодолимые для условий санкций ограничения. Для расчета коэффициента бета – ключевого фактора данной модели – нельзя корректно подобрать аналоги. То же самое касается применения модели арбитражного ценообразования. В связи с этим наиболее корректной и подходящей моделью построения ставки дисконтирования в соответствии с теорией оценки была выбрана кумулятивная модель расчета ставки дисконтирования.

УЧЕТ САНКЦИОННОГО ФАКТОРА ПРИ ОПРЕДЕЛЕНИИ ПОПРАВОК ПРИ ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ БАНКА

О том, что фактор учета экономических санкций должен быть включен в методики определения стоимости всерьез и надолго свидетельствуют следующие факты. Количество стран, компаний и лиц, в отношении которых введены санкции, не уменьшается. Более того, если разворачивающиеся политические международные тенденции со странами можно спрогнозировать и предугадать, то в отношении определенных лиц, компаний и даже морских / океанских судов списки санкций постоянно изменяются. Изменения эти связаны как с пополнением, так и с появлением новой информации в соответствующих санкционных списках.

В начале нашего столетия 42% населения мира проживало в государствах, которые подвергались различного рода санкциям со стороны США. С учетом распространения санкционных ограничений на нашу страну, эта доля значительно увеличится. По данным Исследовательской службы Конгресса США (Congressional research service), в 2014 г. США поддерживали 197 различных видов международных санкций: это могли быть санкции на поставку тем или иным странам оружия, технологий, на приобретение товаров, произведенных в этих странах, и т.д.

Несмотря на попытки Конгресса США в 1990-е гг. изменить процедуру введения экономических санкций, чтобы сделать ее более сложной и исключить возможность ее свободного использования администрацией США, санкции остаются популярной мерой политического доминирования этой страны в мире. Применение санкций высоко оценивают представители обеих крупнейших партий США. Перед угрозой американских санкций не могли устоять даже старейшие и стабильные мировые финансовые институты из Швейцарии. Угроза введения санкций со стороны мегаполисов, таких как Нью-Йорк и Лос-Анджелес, против финансовых структур Швейцарии, заставила швейцарских банкиров признать финансовые претензии жертв Холокоста и рассекретить информацию о вкладах, сделанных нацистами.

При разработке механизма расчета стоимостных поправок на санкции целесообразным видится применение следующей классификации санкций:

- списочные санкции;
- секторальные санкции;
- региональные (страновые) санкции.

Списочные санкции наиболее ярко проявляются в работе банков и уже давно знакомы сотрудникам отделов международных расчетов и документарных операций. Комплаенс по санкциям при проведении расчетов международными банками является постоянно меняющейся и чувствительной сферой проведения международных платежей. Бенифициаром исходящего платежа может быть лицо или компания, связанные со страной, в отношении которой введены санкции. Также средства потенциально могут переводиться в пользу лица или компании, связанных с криминалом или терроризмом.

Разработка механизма стоимостных поправок для случая списков лиц и компаний, связанных с террористической деятельностью и отмыванием денег, полученных преступным путем, в рамках проведенного научного исследования не проводилась, так как в этом случае следует рассматривать совершенно иные императивы, нежели целенаправленное политическое давление отдельных стран, бизнес которых сам зачастую несет многомиллиардные убытки от принятых ограничений.

Исследование проблемы санкционных списков связано с огромным числом компаний и лиц, подвергавшихся давлению со стороны США и ЕС. Например, списки, рекомендованные к использованию Комиссией по ценным бумагам США (Securities and exchange comission), используемые большинством банков, проводящих операции с резидентами США, состоят

из списков OFAC (Office of foreign assets control), Казначейства США (количество наименований в списке – более пяти тысяч), Организации Объединенных Наций, Евросоюза и Великобритании. У крупных банков с многочисленными филиалами в других странах число списков может быть значительно больше. Более того, банками формируются собственные «черные» или «белые» списки.

Даже после оптимизации количества списков существуют сложности с автоматизацией расчетных процедур, так как эти разнообразные и разноразмерные списки тяжело категоризировать как для автоматизированных систем управления (АСУП) платежных систем, так и для единого списка стоимостных поправок оценщика.

Информация для ведения и пополнения санкционных списков может быть получена от многочисленных коммерческих поставщиков информации о санкциях, сводящих все списки в единую базу данных, которая постоянно обновляется. Получение информации о санкциях, их влиянии на экономическое и финансовое положение как стран, так и отдельных финансовых и промышленных институтов в самых популярных зарубежных информационных системах, например, Блумберг и Томсон, затруднено.

Первая проблема, связанная с получением такой информации, – источники ее сбора. Страны, ставшие целью давления, часто отрезаны от коммуникационных потоков информационно-аналитических систем США и ЕС или сами не предоставляют информацию в международные информационные агентства-гиганты. Организация информации как в информационной системе Томсон, так и в Блумберге основывается на текущем моменте. Новостной фон, макроэкономическую аналитику удобно искать на промежутках до одного года. Все, что находится сверх этого периода, попадает или в другие информационные продукты, например, «Дата Стрим» в Томсоне, или распределяется по аналитическим разделам в Блумберге, до которых тяжело добраться. При разработке инструментария внесения стоимостных поправок на санкции для привязки их к формальным процедурам, связанных с санкционным механизмом, также исследованы методики оценки эффективности санкций, разработанные за рубежом. Это было сделано для отработки механизмов взаимодействия, оценки и функционирования санкций.

В мировой санкционной практике получил популярность механизм оценки эффективности санкций, разработанный Ф. Джумелли (Giunelli, 2011) [6, с. 14]. Данный механизм является теоретической основой для использования санкций и может быть применен для анализа стоимости акций объекта давления. В соответствии с работой Ф. Джумелли санкции призваны выполнять три функции.

1. Принуждение объекта санкций изменить свое поведение в определенном направлении.
2. Сдерживающие санкции, нацеленные на ограничение возможностей объекта санкций с тем, чтобы предотвратить достижения им своих целей. Вводятся с тем, чтобы сделать жизнь объектов санкций более тяжелой.
3. Сигнализирующие санкции, направленные на донесение какого-то сообщения внутренней и мировой общественности.

На практике один и тот же санкционный случай может выполнять все три функции одновременно с различной интенсивностью в различные периоды времени. Данный подход представляет попытку описания логики действий политиков ряда стран, которая оценивается по изменениям в поведении объекта санкций.

В соответствии с этой работой при внесении поправок при определении стоимости банка нужно выделить три уровня и три меры глубины воздействия санкций на объект оценки. При этом, исходя из анализа указанной работы, важно понять, что применение ограничений может значительно усугубляться во времени в случае, если стратегические цели объекта оценки прямо или косвенно противостоят целям, контрагента применяющего санкции. В этом случае перед компанией, ставшей объектом давления (например, ответственным банком), очевидным образом встает дилемма: изменять ли долгосрочные стратегические цели или изменять (тактически) бизнес-модель и бизнес-партнеров для дальнейшей реализации своих долгосрочных целей в условиях невозможности стабильного развития в поле ограничений.

Среди других исследований, предоставляющих формализованную базу для разработки механизма стоимостных поправок с учетом санкций, выделяется работа экспертов Института мировой экономики Петерсона [5, с. 16]. Коллектив авторов под руководством Г. Хафбауэра подготовил исследование «Переосмысление экономических санкций», в котором ученые исследовали эффективность применения санкций за 20 лет на примере 204 санкционных кейсов и пришли к выводу, что санкции были успешны, по крайней мере, частично, только в трети из них. По их мнению, вероятность успеха зависит от цели санкций. При введении санкций с целью добиться ограниченных уступок во внешней и внутренней политике успех достигался примерно в половине случаев. В то же время, как отмечают исследователи, история применения санкций с целью изменить стратегические цели политики какого-либо государства и его национального бизнеса показывает их неэффективности. Примерами здесь выступают Китайская Народная Республика и национальный бизнес КНР в период ограничений, наложенных в 1989 г. и 2006-2009 г., Исламская Республика Иран в 1990-х гг. и т.д. Изучение опыта, например, банковской системы КНР показывает, что общей реакции компаний на санкции было эволюционное изменение бизнес-моделей (в т.ч. взглядов на структуру фондирования и т.д.), но не отказ от стратегических целей развития (расширение кредитования определенных секторов экономики, достижение пороговой рентабельности капитала и проч.).

Указанное исследование в сочетании с изучением опыта ряда компаний Китая и Ирана может являться индикативом для применения оценочных поправок «в глубину». Т.е. чем шире и серьезнее применяемые санкции, чем больше они связаны не с попыткой добиться отдельных уступок, а фундаментально нацелены на изменение стратегии государства или национального бизнеса, тем выше вероятность структурных

изменений бизнес-моделей компаний при неизменности их стратегических целей.

Указанная тенденция может объясняться с точки зрения аппарата теории игр, т.е. через поиск управленцами объекта санкций нового равновесия Нэша, при неизменности стратегической, конечной цели игры. Как отмечают в ряде исследований, в частности, в работе Р. Пайпа (Pare, 1997) [10, с. 66-88], существует только 5% успешных случаев применения санкций, так как применяемые методы давления ведут лишь к изменению тактики работы государства и бизнеса, в т.ч. за счет диверсификации источников фондирования, изменения ориентиров доходности операций и т.д. Все прочие академические работы с выявлением реального процента успешных санкционных введений усилили научную дискуссию без появления определенного общепринятого результата. Исследователь Дж. Лепгольд (Lepgold, 1998) [9, с. 369-375] привел эти дебаты как пример бесполезного академического спора, практически не имеющего влияния на принятие решений в санкционной сфере со стороны правительств заданных государств.

Новейшие исследования посвящены ответам на более тонкие вопросы: в каких случаях вероятность успеха санкций больше и почему. Например, работа А. Лихт (2010) [7, с. 1-18]. Ученая усовершенствовала методологию анализа эффективности экономических санкций, проанализировала 885 случаев в период с 1971 по 2004 г., однако пришла к уже указанному ранее выводу: в большинстве случаев введение экономических санкций или угроза оными смене стратегических целей не способствует. Это подтверждает и целый других авторов (Marinov (2005), Lektzian and Souva (2007) [8, с. 1-35]. Результаты исследования, влияния вышеописанных методик оценки эффективности санкций на поправки прогноза развития оцениваемого банка, подвергшегося санкциям, сведены в представленной ниже табл. 1.

Таблица 1

**ОБОСНОВАНИЕ СТОИМОСТНЫХ
КОРРЕКТИРОВОК КОНЦЕПЦИЯМИ ОЦЕНКИ
ЭФФЕКТИВНОСТИ САНКЦИЙ**

Методика анализа санкций	Использование при прогнозировании развития банка в рамках метода остаточного дохода
Ф. Джумелли	Выделение трех уровней санкционного давления. Градация скидок по увеличению по мере усугубления положения объекта санкций, при неизменности долгосрочных стратегических целей объекта оценки. Основное негативное влияние на чистые активы на дату оценки, предпосылки по изменению бизнес-модели в среднесрочном периоде, для отражения реакции банка на санкции
Институт мировой экономики Петерсона	Применение модели для индикации серьезности последствий санкций и восприимчивости объекта санкций к ним. Отражение убытков от санкции в текущих чистых активах и отражение негативного влияния в краткосрочной перспективе

Методика анализа санкций	Использование при прогнозировании развития банка в рамках метода остаточного дохода
Р. Пайп и другие	Обоснование отсутствия внесения поправок в стоимость объекта оценки

Проведенный в исследовании анализ показал, что развитие российского банковского сектора экономики имеет большие внутренние резервы. Новые законодательные инициативы по увеличению безналичного денежного оборота усилят эффект расширения банковского бизнеса. Особенно это проявится в регионах РФ.

**ПРИМЕНЕНИЕ МЕТОДА
ОСТАТОЧНОГО ДОХОДА ДЛЯ
ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ НА ПРИМЕРЕ
ГАЗПРОМБАНКА**

В проведенном исследовании была использована модель оценки стоимости банка, основанная на концепции остаточного дохода Эдварда-Бэлла-Ольсона (*RI*), адаптированная к российским условиям и к режиму экономических санкций, введенных конкретно против объекта оценки. Таким образом, методика остаточного дохода была дополнительно доработана для оценки стоимости банка, находящегося в условиях экономических санкций. В процессе адаптации и совершенствования модели был создан инструментарий для учета санкционного фактора. А именно, санкции характеризуются высокой неопределенностью и ограничением на ряд операций с рядом контрагентов, соответственно, в модели оценки необходимо было сделать корректировки размера прогнозных чистых активов с учетом следующих допущений модели.

Целевой норматив достаточности капитала. В условиях санкционного давления на банк – объект оценки сталкивается с повышенными рисками. Соответственно размер капитала должен быть выше, чем исторические уровни. Соответственно в работе были разработаны необходимые поправки к капиталу банка с учетом определения целевого норматива достаточности капитала, в условиях экономических санкций. Необходимы также корректировки на банковские операции, попадающие под санкции. В связи с ограничениями для правильной оценки текущей стоимости чистых активов необходимо произвести списание ряда активов и учесть изменения резервов, вытекающие из ограничений, путем формирования дополнительных резервов на возможные потери. При этом в среднесрочном периоде целесообразно предполагать выход на новых рынки и изменение круга контрагентов, с замещением указанных активов, что неизбежно ведет к краткосрочному росту текущих и капитальных затрат, а также изменению политики ценообразования банка.

В процессе работы и определения стоимости Газпромбанка были разработаны рекомендации по порядку корректировки стоимости чистых активов для оценки стоимости банка в условиях экономических санкций, на базе доступной публичной информации.

Следующий важный для проведения стоимостной оценки фактор – это определение целевого прогнозного периода для построения модели остаточного дохода. Научно-исследовательская работа по этому направлению проводилась с учетом доступных публично данных по стратегии Газпромбанка и типичных статистических документов, используемых при создании стратегии управления стоимостью банка. По результатам этой работы были сделаны следующие выводы:

- санкции могут вызывать существенное негативное изменение внешней среды банка. Соответственно банку приходится изменять бизнес-модель, а зачастую перерабатывать и стратегию. Однако необходимо отметить, что при этом стратегические цели развития не изменяются;
- при проведении оценки стоимости банка самым подходящим и обоснованным будет являться тот прогнозный период модели оценки, который соответствует горизонту стратегического планирования, установленному в стратегии банка (в обновленной стратегии, если таковая разработана).

Это решение настройки оценочного аппарата тем удачнее, чем доступнее банк проводит свою информационную политику: оценщику, стоимостному аналитику достаточно использовать открытые источники информации о банке и взять оттуда параметры модели. Другой вклад в совершенствование модели остаточного дохода для оценки попавшего под санкции российского банка – созданный аппарат корректировок будущих активных и пассивных операций банка, вытекающий из указанной выше естественной реакции бизнес-модели банка на появляющиеся ограничения на исторические модели работы. Данные корректировки были разработаны на основе конкретных данных по активам и пассивам Газпромбанка на базе открытых данных с учетом действующих ограничений западных стран.

Суть примененных в модели оценки корректировок состоит в следующем. В пассивах банка присутствуют синдицированные кредиты и другие виды финансирования, полученные от банков стран, наложивших ограничения на объект оценки. В связи с последними событиями, обусловленными санкционным давлением, эту ресурсную базу надо будет замещать на источники в РФ и на новых для банка рынках. Работа на указанных рынках «в моменте», очевидно, потребует от банка роста текущих расходов и роста стоимости фондирования для увеличения рыночной доли на относительно новых для банка площадках. Это повлечет рост конкурентной борьбы и не может не сказаться на финансовых показателях в кратко- и даже среднесрочной перспективе. При этом указанный выше анализ истории применения санкций подразумевает прогнозирование денежных потоков с учетом стабилизации ситуации в новой реальности и формирование новых целевых ориентиров активов и пассивов банка. Оценка этих дополнительных издержек и внесение корректировок в традиционную модель оценки Эдварда-Бэлла-Ольсона в части расчета чистых активов и первых прогнозных лет работы, является еще одним элементом новизны при адаптации и доработки этой модели для российского банка.

ПОСТРОЕНИЕ МОДЕЛИ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ БАНКА

Практическая значимость, разработанной для конкретных российских условий существования в условиях санкций модели оценки стоимости банка на базе метода *RI* состоит в том, что она может использоваться для управления стоимостью банка и для оценки альтернативных стратегических сценариев развития. Эта модель позволяет прогнозировать ключевые показатели деятельности (КПД) и прочие финансовые параметры оцениваемого банка в зависимости от заданных стратегических направлений и макроэкономических условий и включать их в стоимостную оценку.

Стратегическое моделирование необходимо для учета в процессе стоимостной оценки воздействия стратегий расширения деятельности Газпромбанка для компенсации санкционных потерь, оцениваемых через краткосрочное ухудшение финансовых и рыночных показатели банка, а также его стоимости. Это также позволяет определить зависимость указанных показателей от факторов внешнего санкционного давления. Разработанная практическая модель оценки стоимости Газпромбанка, таким образом, выполняет следующие практически значимые функции и имеет нижеописанные преимущества.

1. Получает ключевую роль в процессе стратегического планирования и разработки стратегии развития банка.
2. Разработана с учетом диагностики текущего состояния банка, текущего и прогнозного состояния рынка и внутренних возможностей банка.
3. Предоставляет менеджменту инструмент для оценки влияния на стоимость альтернативных бизнес-моделей и стратегических инициатив.

В процессе апробации модели были сформулированы следующие условия ее успешного использования в практической деятельности:

- модель оценки стоимости банка методом *RI* и основанный на ней инструментальный стратегического планирования и управления стоимостью требует постоянного внимания и поддержки со стороны банка, что включает в себя поддержание модели в актуальном состоянии и обновление исторических баз данных на основании фактических результатов деятельности банка;
- регулярное обновление прогнозов макроэкономики, финансового и банковского секторов, санкционных режимов, а также стратегий отдельных направлений бизнеса банка по мере их утверждения и реализации.

В инструментальной модели оценки стоимости банка на основе метода *RI* были добавлены возможности по ее использованию как в текущем детализированном виде, так и для модификации расчетов при оценке влияния на стоимость отдельных элементов бизнес-модели банка, внедряемых для предотвращения санкций, а именно:

- новых продуктов и услуг;
- отдельных крупных сделок;
- стратегии отдельных направлений и клиентских сегментов.

Основные элементы структуры и функции модели оценки стоимости банка в условиях расширения экономических санкций состоят в следующем. Модель позволяет провести оценку стоимости на основе количественного анализа альтернативных

стратегий расширения географии деятельности банка применительно к различным целевым клиентским сегментам и услугам. При этом в расчетах, используемых для стоимостной оценки, менеджмент банка в прогнозном периоде модифицирует бизнес-модель, с целью компенсации санкционных потерь на основе следующих показателей.

1. КПД как в рамках деятельности банка в целом, так и по группам клиентов позволяет сравнивать фактические финансовые результаты с заданными целевыми показателями, которые определяются на уровне достаточном для достижения преодоления потерь от санкций и реализации стратегических целей.
2. Условный кредитный рейтинг, учитывающий общепринятые параметры и принципы построения кредитных рейтингов.
3. Оценка стоимости банка, основанная на модели **RI** и достижении роста акционерной стоимости, в результате модификации бизнес-модели банка.

Для детализации последствий различных сценариев возможно также проведение анализа чувствительности результатов по отношению к отдельным вводным переменным и анализа взаимосвязи между различными целевыми группами клиентов и продуктами. Результаты таких расчетов могут дать оценку потерь от введения санкций, чтобы, например, обосновать обращение за государственной поддержкой или льготами, как это недавно сделало руководство крупнейшей нефтяной компании «Роснефть». С учетом более сложной ситуации на финансовых рынках такое обращение в финансовом сегменте, особенно с учетом его социальной и экономической значимости, более вероятно.

Оценка стоимости Газпромбанка проводилась на базе публичных данных по четырем основным целевым группам клиентов банка:

- физические лица (розничный банковский бизнес);
- крупные корпоративные клиенты;
- группа «Газпром»;
- средние корпоративные клиенты.

Расчеты и стоимостная оценка были проведены в MS Excel с использованием программирования в Visual Basic for Applications (VBA). Оценочная модель была протестирована на основании показателей за 40 кварталов (12 исторических периодов и 28 прогнозируемых). Результаты стоимостной оценки и моделирование сценариев в максимально возможной степени соответствуют текущим требованиям банка в области финансовой отчетности. Сама оценка основывалась на следующей информационной базе.

1. Финансовая отчетность в составе:
 - отчет о прибыли и убытках (ежеквартальный и нарастающим итогом);
 - баланс (ежеквартальный, годовой);
 - отдельные элементы отчет о движении денежных средств и отчета о движении капитала.
2. Управленческие параметры и отчетность в составе:
 - ключевые показатели деятельности в соответствии с публичными годовыми отчетами банка;
 - условный кредитный рейтинг;
 - экспресс-оценка стоимости.

В процессе оценки была проведена нормализация финансовой отчетности банка (отчет о прибыли и убытках, баланс), с учетом данных о единовременных событиях, представленных в публичной отчетности по

международным стандартам финансовой отчетности (МСФО) банка. Процесс нормализации прогнозных отчетных форм учитывал санкционные последствия для активных и пассивных операций банка. Вычисления финансовых коэффициентов и ключевых показателей деятельности банка проводились на основе финансовых отчетов, созданных при помощи модели.

Показатели разбивались на следующие группы:

- КПД в рамках деятельности банка в целом;
- КПД по отдельным клиентским сегментам.

Коэффициенты рассчитывались для сценариев реакции на санкции, проводился анализ эффективности деятельности и расчет стоимости для каждого варианта. Практическое использование расчетов стоимости – возможности по корректировке стратегии и плану развития на основе полученных результатов. Полученные в процессе расчета КПД сравнивались с целевыми показателями, и при отсутствии нарушений проводился расчет стоимости. Для сравнительного анализа показателей были выбраны банки-аналоги, работающие со схожей с Газпромбанком моделью бизнеса, но исторически менее зависимые от фондирования на рынках капитала, а также имеющие меньшую долю вложений в ценные бумаги западных стран (в т.ч. МДМ-банк, Банк «Санкт-Петербург», Банк «Россия») (табл. 2).

Таблица 2

КОЭФФИЦИЕНТЫ СТОИМОСТНОЙ ОЦЕНКИ

Раздел	Коэффициенты	
	основные	вспомогательные
Капитал	Достаточность капитала первого уровня. Общая достаточность собственного капитала	–
Активы	Доля кредитов клиентам в активах, всего. Доля проблемной задолженности в кредитах, всего	Отношение резерва на покрытие потерь по кредитам к кредитам, всего. Доля резерва на покрытие потерь по кредитам в активах. Доля инвестиций к активам. Отношение активов к собственному капиталу. Доля приносящих процентный доход активов к активам, всего
Доходы	Доходность активов. Доходность собственного капитала. Чистая процентная маржа. Коэффициент эффективности затрат	Отношение процентного дохода к приносящим процентный доход активам. Отношение процентных расходов к обязательствам, предусматривающим выплату процентов. Чистый процентный спрэд

Для оценки показателей деятельности Газпромбанка в рамках отдельных сценариев реакции на санкции в расчетах использовалась рейтинговая система оценки CAMELS, которая широко применяется аналитиками и рейтинговыми агентствами. Система CAMELS основывается на следующих категориях финансовых коэффициентов:

- capital (капитал);
- assets (активы);
- management (управление);
- earnings (доходы);
- liquidity (ликвидность);
- sensitivity to market risk (чувствительность к рыночным рискам).

Оценка капитала, активов, доходов и ликвидности основана на количественных показателях. Категория «Управление» представляет собой качественную характеристику, в связи с чем она исключена из оценки. Категория «Чувствительность» предусматривает оценку степени зависимости количественных КПД от внешних и внутренних факторов. В расчетах был проведен сравнительный анализ между КПД различных сценариев. Например, был проведен анализ чувствительности КПД к изменению процентных ставок по депозитам в РА. В табл. 3 приведены все рассчитанные в процессе оценки коэффициенты.

Таблица 3

ОТНОШЕНИЕ ОТДЕЛЬНЫХ СТАТЕЙ БАЛАНСА ГАЗПРОМБАНКА К СОВОКУПНЫМ АКТИВАМ

Показатель	Данные по банкам-аналогам	Существующее положение	При проведении анти-санкционных мероприятий
Денежные средства, счета в ЦБ РФ, средства в банках, нетто	17	24	23
Ссуды корпоративным клиентам, нетто	72	62	75
Займы на рынках капитала (в т.ч. собственные ценные бумаги и синдицированные кредиты)	8	15	5
Вложения в ценные бумаги эмитентов стран ОЭСР	8	1	2
Розничные депозиты и текущие счета	23	12	25

В результате проведенных расчетов, сценарного анализа, принятых допущений в процессе оценки была смоделирована следующая структура активов и доходов Газпромбанка в рамках сценария замеще-

ния ресурсной базы западных рынков на российские источники (табл. 3 и 4).

Из таблиц видно, что в результате предполагаемых антисанкционных мероприятий Газпромбанк изменяет структуру активов и пассивов и приближается к среднероссийским показателям банков-аналогов (например, МДМ-банк, Банк «Санкт-Петербург» и др.), исторически менее зависимых от фондирования с рынков США и ЕС, в том числе наращивает присутствие на отечественном розничном рынке, замещая за счет этого фондирование на рынках капитала развитых стран. Необходимо отметить, что указанная предпосылка по изменению целевой модели фондирования Газпромбанка согласуется как с действиями ряда банков Китая, попавших под санкции США и ЕС в результате сотрудничества с Ираном в середине 2000-х гг., так и оценками целого ряда экспертов по глубине отечественного рынка розничных депозитов (в частности, С.Ю. Глазьев, М.В. Вьюгин, Н.П. Белотелова и др.).

Выход банка на данный, относительно новый для него рынок, исходя из подготовленной финансовой модели, вызывает всплеск расходов в кратко- и среднесрочной перспективе, что компенсируется дополнительными доходами от активных операций в долгосрочной перспективе. Также под воздействием санкций банк снижает объемы вложений в ценные бумаги компаний и стран Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) в пользу ценных бумаг развивающихся стран. В результате с течением времени бизнес-модель банка диверсифицируется, что в сочетании с развитием бизнеса по приоритетным направлениям кредитования на рынках РФ и Содружества Независимых Государств (СНГ) ведет к восстановлению в рентабельности капитала банка и отношения операционных расходов к операционным доходам банка, что ведет к росту достаточности капитала банка по коэффициенту Н1.0 и росту вмененного мультипликатора цена / капитал, характеризующему акционерную стоимость банка (табл. 5).

Таблица 4

ОТНОСИТЕЛЬНАЯ СТРУКТУРА ПРИБЫЛЕЙ И УБЫТКОВ ГАЗПРОМБАНКА

Показатель	Данные по банкам-аналогам	Существующее положение	При проведении анти-санкционных мероприятий
Чистый доход до резервов на потери по ссудам	3,2	2,7	3,0
Чистые доходы от ценных бумаг и валютная переоценка (реализованная и нереализованная)	0,3	0,64	0,4

При этом необходимо отметить, что для поддержания коэффициента Н1.0 на уровне не менее 11%

(в соответствии с требованиями ЦБ РФ), в прогнозном периоде банк не выплачивает дивидендов до 2017 г., капитализируя прибыль. Проведенное сравнение результатов оценки в форме вмененного мультипликатора цена / капитал, показывает, что только использование модели *RI* позволяет наиболее полно отразить на уровне сценарного анализа, не только текущее положение бизнеса банка, но перспективы его роста и выхода на устойчивую траекторию развития после реализации мероприятий по изменению бизнес-модели.

Важно отметить, что согласование стоимости, предлагаемое в рамках данного подхода, состоит в 100% весе модели *RI*, так как в связи со всем вышесказанным есть все основания полагать неполное отражение фундаментальной стоимости анализируемого актива (100% акций Газпромбанка) при применении других подходов к стоимостной оценке.

Таблица 5

ОТДЕЛЬНЫЕ ПРОГНОЗНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ И ВМЕНЕННЫЙ МУЛЬТИПЛИКАТОР ЦЕНА / КАПИТАЛ ДЛЯ ГАЗПРОМБАНКА¹

Показатель	Средние исторические показатели банка до финансового кризиса и санкций	Существующее положение	После проведения антисанкционных мероприятий
Отношение операционных расходов к операционным доходам	44	56	49
Рентабельность капитала	14	8	12
Коэффициент Н1.0	13	11,2	12,7
Цена / капитал в модели <i>RI</i>	2,1	0,6	1,7
Цена / капитал в модели дисконтированных дивидендов	2,1	0,3	0,5
Цена / капитал в сравнительном подходе	1,8	0,4	Не применимо ²
Цена / капитал в затратном подходе	1,9	0,2	Не применимо ³

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Адаптированная к российским условиям оценки стоимости банка, находящегося под санкциями, модель *RI* (модель Эдварда-Бэлла-Ольсона) была протестирована на

¹ Исходя из расчетов при дате оценки 1 июля 2014 г., исторические средние за 2005-2007 г.

² Так как мероприятия предполагаются к реализации в 2015-2017 гг., они не могут быть полностью отражены в чистых активах на 1 июля 2014 г.

³ Исходя из расчетов при дате оценки 1 июля 2014 г., исторические средние за 2005-2007 гг.

большом информационном массиве актуальной, публичной информации Газпромбанка. В рамках модели были рассмотрены предпосылки по действиям банка для преодоления влияния санкций и их последствий. По результатам анализа можно утверждать, что предложенный подход к стоимостной оценке является наиболее теоретически корректным для анализа стоимости российского банка в условиях внешнеэкономических санкций. Модель прошла апробацию в Газпромбанке.

Литература

- Грегори А. Стратегическая оценка компаний [Текст] / А. Грегори. – М. : Квинто-Консалтинг, 2003. – 210 с.
- Субординированный долг российских банков: насколько меняются правила игры? [Текст] / Департамент анализа рыночной конъюнктуры ГПБ // Газпромбанк. – 2013. – 18 января. – С. 10.
- Федотова М.А. Новые методы оценки стоимости бизнеса и возможность их применения в отношении банков [Текст] / М.А. Федотова, А.Е. Будицкий // Вестник Финансовой академии. — 2007. — №3. — С. 5-13.
- Федотова М.А. и др. Поведенческая оценка и ее дальнейшие перспективы в российских условиях [Текст] / М.А. Федотова, В.М. Рутгайзер, А.Е. Будицкий // Имущественные отношения в Российской Федерации. – 2009. – №1. – С. 39-48.
- Hufbauer G.C., Schott J.J., Elliott K.A., Oegg B. Economic sanctions reconsidered. 3rd edition. Washington : The Peterson institute for international economics, 2014. – 248 p.
- Giumelli F. The success of sanctions: lessons learned from the EU experience. Surrey : ASHGATE e-BOOK, 2013.251 p.
- Lepgold J., McKeown T. Is American foreign policy exceptional? An empirical analysis // Political science quarterly (Academy of political science). 1995. Fall95, Vol. 110, Is. 3. Pp. 369-375.
- Pape R.A. Why economic sanctions still do not work // International security. 1998. Vol. 23. Iss. 1. Pp. 66-88.
- Schoon N. Residual income models. Birmingham : Birmingham University, 2005. 116 p.

Ключевые слова

Российские банки и банковская система; оценка бизнеса; влияние санкций на оценку акций; инвестиции в Российскую Федерацию.

Добрынин Сергей Сергеевич

РЕЦЕНЗИЯ

Статья посвящена актуальнейшей задаче совершенствования методик стоимостной оценки крупнейших российских банков в условиях санкций. Ведь цель по повышению темпов экономического роста в Российской Федерации, особенно в условиях санкций со стороны западных стран, неразрывно связана с необходимостью наращивания капитализации отечественной банковской системы, что заставляет отечественных банкиров искать новых инвесторов среди партнеров РФ по блоку БРИКС – Бразилия, Китай, Индия, Сингапур и др. Успех переговоров с этими партнерами во многом зависит от наличия научно обоснованного инструмента оценкой акций отечественных банков в современных условиях.

В статье рассматриваются основные методы стоимостной оценки банков, представленные в отечественной и зарубежной литературе. Анализируется их применимость к оценке акций отечественных банков в условиях санкций. По результатам анализа предлагаются корректировки, необходимые для теоретической наиболее корректной оценки стоимости российского банка в условиях санкций, также приводятся практические результаты апробации предложенного подхода на основе анализа стоимости крупного отечественного банка.

Богатырев С.Ю., к.э.н., доцент кафедры «Финансы и кредит» Российского государственного социального университета