

DOI: 10.26794/1999-849X-2018-11-3-46-57
УДК 336.71(045)

ДЕЛОВАЯ АКТИВНОСТЬ И ОЦЕНКА ОТЕЧЕСТВЕННОЙ БАНКОВСКОЙ СИСТЕМЫ С ПОЗИЦИЙ КОНЦЕПЦИИ VBM

Карпенко Виктор Петрович, канд. экон. наук, доцент Департамента общественных финансов, Финансовый университет, Москва, Россия
vikarfu@gmail.com

Реформирование отечественной банковской системы России наталкивается на несовершенство существующих методов оценки как рыночной стоимости бизнеса в целом, так и его банковского сегмента. Данное обстоятельство сдерживает деловую активность западных инвесторов на российском финансовом рынке, стимулирует распространение на нем сиюминутных спекулятивных настроений, усиливает кризисные факторы.

Цель работы – раскрыть актуальность и возможность применения в банковском бизнесе концепции VBM, которая признана и применяется в большинстве развитых экономик мира.

На основе анализа трудов зарубежных и отечественных авторов показана необходимость дальнейшего развития российских теоретических разработок в этом направлении. Выявлена недооцененность рыночной стоимости банковского бизнеса в России. На основании агрегированных аналитических данных рассчитан денежный поток банковской системы на собственный капитал, исходя из чистой прибыли банковской системы оценены ее рыночная стоимость и интервал значений, в котором она может находиться. *Сделан вывод* о том, что рост банковской системы России, измеряемый в терминах капитала и активов, не приводит как минимум к росту рыночной стоимости, а как максимум сопровождается снижением рыночной стоимости. Обоснована перспективность применения на практике концепции VBM как для менеджмента отдельного банка, так и отрасли в целом.

Ключевые слова: стоимость бизнеса; стоимость компании; денежный поток; чистая прибыль; рост капитала банковской системы; управление; VBM.

Business Activity and Assessment of the National Banking System in Terms of the VBM Concept

Karpenko Viktor P., PhD (Economics), associate professor of the Public Finance Department, Financial University, Moscow, Russia
vikarfu@gmail.com

The reform of the Russian banking system is being stalled due to the imperfection of existing methods of assessing both the whole market value of business and its banking segment. This circumstance restrains the business activity of Western investors in the Russian financial market, provokes momentary speculative sentiments in it and strengthens crisis factors. *The purpose of the research* was to reveal the relevance and the possibility of applying the VBM concept, recognized and accepted in the majority of developed economies, to the banking business.

The analysis of the works of foreign and domestic authors shows the need for further Russian theoretical developments. It is proved that the banking business market in Russia is undervalued. Based on the aggregate analytical data, the free cash flow to equity (FCFE) of the banking system is calculated. Based on the net profit of the banking system, its market value and the range of values in which it can be found are estimated. *It is concluded* that the growth of the Russian banking system measured in terms of capital and assets does not lead, as a minimum, to the growth of the market value, and, as a maximum, is accompanied by a decline in the market value. The prospects of the practical use of the VBM concept both for individual bank management and for the industry in the whole are substantiated.

Keywords: business value; company value; cash flow; net profit; banking system capital growth; management; VBM.

Сущность концепции VBM

Согласно концепции управления стоимостью компании (*value based management*, далее — VBM), появившейся в 1980-х гг. в США, все принимаемые менеджментом организации решения должны оцениваться с точки зрения их влияния на рыночную стоимость компании (бизнеса), а не на получение текущей прибыли. В ее основу легло понимание того факта, что для собственников бизнеса основным является достижение прироста благосостояния, которое измеряется не количеством ресурсов, привлеченных в производство, а стоимостью принадлежащего им бизнеса.

Концепция управления стоимостью компании подразумевает, что руководители компании должны принимать лишь те управленческие решения, которые способствуют не только увеличению получаемой прибыли, но и устойчивому развитию бизнеса. Принципиальным различием по сравнению с классической концепцией управления является ориентация на стоимость бизнеса, а не на текущую прибыль.

Применительно к банковскому бизнесу консультанты компании *McKinsey* еще в 1994 г. настоятельно рекомендовали бизнес-сообществу выбирать стратегию роста, направленную на повышение стоимости бизнеса, вместо агрессивной стратегии «снятия сливок» даже при условии получения сопоставимого дохода, и предполагали, что в результате выбора концепции VBM может быть обеспечен рост рыночной стоимости банковского бизнеса на 124% [1].

В 1990-х гг. концепция VBM была взята на вооружение во многих странах Европы и Азии, а в самом начале нынешнего века стала применяться некоторыми крупными российскими компаниями, стремящимися соответствовать требованиям западных инвесторов. Немного позднее появились первые российские теоретические разработки на эту тему [2, 3].

Денежный поток на собственный капитал и чистая прибыль банковской системы России

В соответствии с концепцией VBM основными показателями рыночной стоимости бизнеса являются денежный поток на весь вложенный капитал, на собственный капитал, операцион-

ная (до налогообложения) или чистая прибыль бизнеса.

Денежный поток на собственный капитал банковской системы России рассчитывался на основании официальных данных, публикуемых Банком России в обзорах банковского сектора Российской Федерации [4], по следующей формуле:

Денежный поток на собственный капитал = Чистая прибыль — Увеличение «работающих» активов и основных средств (или «+» Уменьшение «работающих» активов и основных средств) + Увеличение обязательств (или «-» Уменьшение обязательств).

Все принимаемые менеджментом организации решения должны оцениваться с точки зрения их влияния на рыночную стоимость компании (бизнеса), а не на получение текущей прибыли

В принципе этот методологический подход близок к подходу, предложенному в [5, 6] для расчета денежного потока на собственный капитал коммерческого банка¹.

Пояснения к расчетной формуле даны в *табл. 1*.

Исходные данные для расчета денежного потока на собственный капитал банковской системы России приведены в *табл. 2*, а результаты расчета — в *табл. 2* и на *рис. 1*.

Как следует из *рис. 1*, денежный поток банковской системы России в период 2013–2016 гг. был нестабильным, чего не было в более ранний период 2009–2012 гг. Напротив, в эти годы наблюдался монотонный рост денежного потока на собственный капитал, темпы роста которого приблизительно совпадали с ростом чистой прибыли (однако при этом денежный поток был стабильно несколько меньше прибыли). Вызванное этой тенденцией увеличение обязательств банковской системы не могло не привести к появлению «токсичных активов» и банковскому

¹ До настоящего времени не разработано ни стандартной, ни конвенциональной методики расчета денежного потока.

Таблица 1

**Пояснения к расчетной формуле денежного потока на собственный капитал
банковской системы России**

Группы статей агрегированного баланса банковской системы России, включаемые в расчет денежного потока	Статьи агрегированного баланса банковской системы России, включаемые в расчет денежного потока
«Работающие» активы и основные средства	Драгоценные материалы и камни; корреспондентские счета в кредитных организациях; ценные бумаги, приобретенные кредитными организациями; прочее участие в уставных капиталах; производные финансовые инструменты; кредиты и прочие ссуды; основные средства, прочая недвижимость, нематериальные активы и материальные запасы; прочие активы
Обязательства	Кредиты, депозиты и прочие привлеченные средства, полученные кредитными организациями от Банка России; счета кредитных организаций; кредиты, депозиты и прочие средства, полученные от других кредитных организаций; средства клиентов; облигации; векселя и банковские акцепты; производные финансовые инструменты; прочие пассивы

Источник: разработано автором.

Таблица 2

**Исходный данные и результаты расчета денежного потока банковской системы России
на собственный капитал, млрд руб.**

Показатель	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
1. Чистая прибыль	205	573	848	1012	994	589	192	930
<i>Всего активов, включенных в расчет</i>	<i>28 866</i>	<i>33 011</i>	<i>40 593</i>	<i>47 728</i>	<i>55 456</i>	<i>73 520</i>	<i>80 624</i>	<i>77 244</i>
2. Изменение активов, включенных в расчет	–	4146	7582	7135	7728	18 064	7103	–3379
<i>Всего обязательств, включенных в расчет</i>	<i>25 664</i>	<i>29 465</i>	<i>36 665</i>	<i>43 599</i>	<i>50 794</i>	<i>70 731</i>	<i>75 448</i>	<i>71 452</i>
3. Изменение обязательств, включенных в расчет	–	3802	7199	6934	7195	19 937	4717	–3996
ИТОГО: Денежный поток на собственный капитал (= сумма строк 1, 2 и 3)	–	230	465	811	461	2462	–2194	313

Источник: рассчитано автором согласно статистическим данным Банка России [4].

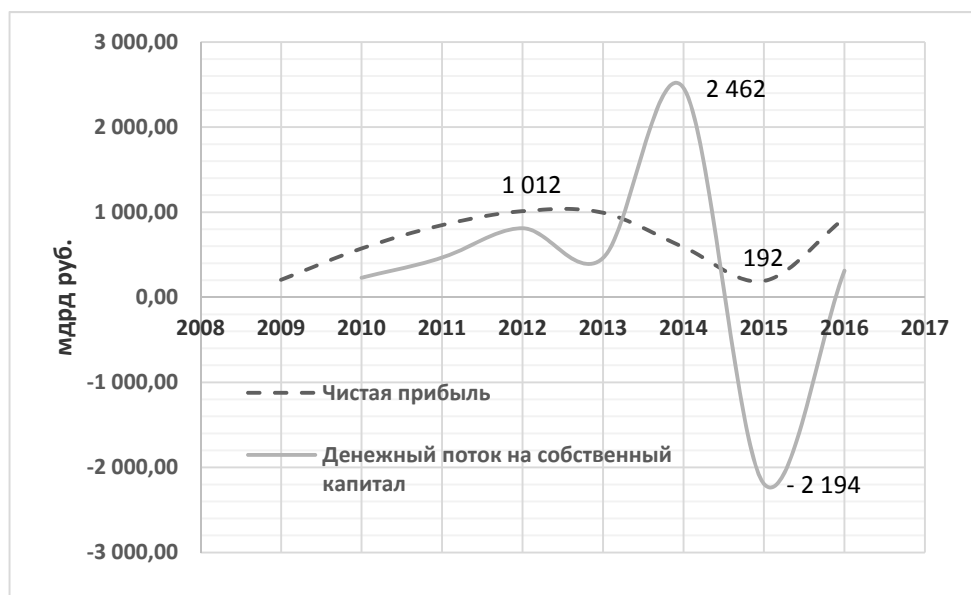


Рис. 1. Сопоставление ретроспективной динамики изменения чистой прибыли и денежного потока на собственный капитал банковской системы России

Источник: данные табл. 2.

Таблица 3

Ретроспективная динамика собственного капитала банковской системы России, ее прибыли и ROE

Показатель	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Чистая прибыль, млрд руб.	205	573	848	1012	994	589	192	930
Капитал, млрд руб.	4621	4732	5242	6113	7064	7928	9009	9387
Доходность капитала (ROE), отн. ед. в год	0,044	0,121	0,162	0,166	0,141	0,074	0,021	0,099

Источник: рассчитано автором согласно статистическим данным Банка России [4].

кризису, последствия которого мы ощущаем до сих пор.

Помимо вышеуказанного, обращает на себя внимание то обстоятельство, что денежный поток на собственный капитал банковской системы, за единственным исключением 2014 г., был стабильно меньше чистой прибыли. Как следствие, добавляемые к ней в расчете чистого денежного потока изменения активов и обязательств в сумме имеют отрицательный знак. Соответственно это подразумевает, что прирост обязательств банковской системы систематически отстает от прироста активов банковской системы (в чем легко убедиться, см. табл. 1). Данное обстоятельство может объясняться вовлечением в «работающие» активы собственных средств банковской

системы, а также активов, ранее находившихся в денежной форме.

Возможно, с точки зрения управления финансами такое движение ресурсов и является нормальным, но с точки зрения концепции VBM однозначно не считается приемлемым, поскольку не способствует росту денежного потока на собственный капитал, а влияние вышеуказанных действий на чистую прибыль, как минимум, неочевидно.

Чистая прибыль, капитал и доходность собственного капитала (ROE) банковской системы России

Еще одним фактором, определяющим рыночную стоимость бизнеса, служат его чистые активы.

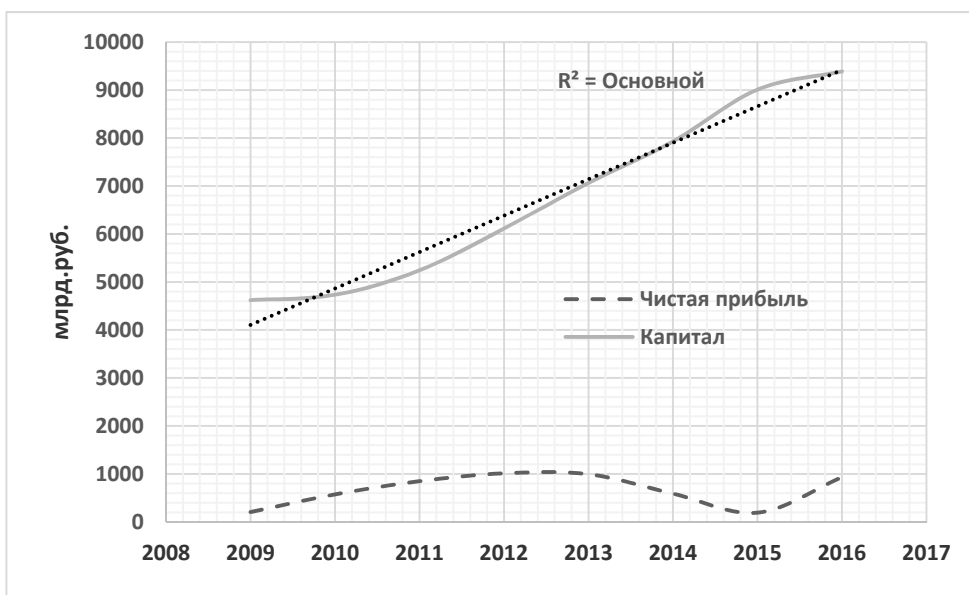


Рис. 2. Ретроспективная динамика собственного капитала и прибыли банковской системы России на основании табл. 3

Источник: рассчитано автором согласно статистическим данным Банка России [4].

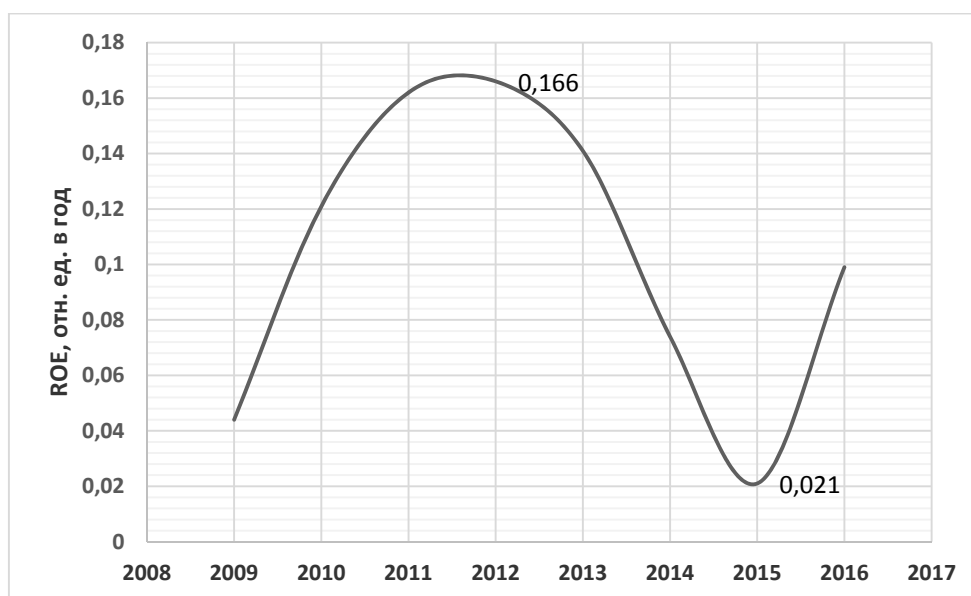


Рис. 3. Ретроспективная динамика ROE банковской системы на основании табл. 3

Источник: рассчитано автором согласно статистическим данным Банка России [4].

Применительно к банкам и банковской системе под чистыми активами понимается собственный капитал.

Рассмотрим ретроспективу динамики собственного капитала банковской системы России, ее прибыли и их отношения — доходности капитала банковской системы (ROE , Return On Equity = Чистая прибыль / Собственный ка-

питал). Эти данные приведены в табл. 3 и на рис. 2, 3.

Как следует из рис. 2, за рассматриваемый ретроспективный период капитал банковской системы монотонно, практически по линейной функциональной зависимости (об этом свидетельствует близкое к единице значение коэффициента детерминации R^2) вырос примерно в 2 раза (с 4,6

Таблица 4

Границы интервалов изменений и средние значения прибыли, денежного потока на собственный капитал банковской системы и ее ROE за ретроспективный период

Показатель	Минимальное значение за период	Среднее значение за период	Максимальное значение за период
Чистая прибыль, млрд руб.	192 (2015 г.)	668	1012 (2012 г.)
Денежный поток на собственный капитал, млрд руб.	-2194 (2015 г.)	364	2462 (2014 г.)
ROE, отн. ед. в год	0,021 (2015 г.)	0,104	0,162 (2011 г.)

Источник: рассчитано автором по данным табл. 3.

до 9,4 трлн руб.). Отметим также, что в течение того же ретроспективного периода активы банковской системы увеличились существенно сильнее — с 29 до 80 трлн руб., т.е. примерно в 3,1 раза.

Однако это не имело адекватного отражения ни в прибыли, ни в денежном потоке на собственный капитал, которые, как уже было отмечено выше, в то же самое время имели нестабильную динамику без четко выраженных тенденций к росту или снижению.

Как следствие двух указанных факторов — монотонного роста капитала и нестабильности поведения прибыли, имело место сильная (более восьми раз) изменчивость ROE (рис. 3), что также неприемлемо с точки зрения концепции VBM.

Границы интервалов изменений и средние значения прибыли, денежного потока на собственный капитал банковской системы и ее ROE за ретроспективный период приведены в табл. 4.

Рыночная стоимость банковской системы России

Рыночная стоимость банковской системы России определялась доходным подходом² двумя методами:

² В соответствии с Федеральным стандартом оценки «Общие понятия оценки, подходы к оценке и требования к проведению оценки (ФСО № 1)», утвержденным приказом Минэкономразвития России от 20.05.2015 № 297, доходный подход — совокупность методов оценки, основанных на определении ожидаемых доходов от использования объекта оценки. Согласно Федеральному стандарту оценки «Оценка бизнеса (ФСО № 8)», утвержденному приказом Минэкономразвития России от 01.06.2015 № 326, в рамках доходного подхода оценщик определяет стоимость объекта оценки на основе ожидаемых будущих денежных потоков или иных прогнозных финансовых показателей деятельности организации, ведущей бизнес (в частности, прибыли).

1) методом капитализации чистой прибыли (далее — КЧП³);

2) методом капитализации денежного потока на собственный капитал (далее — КДПСК⁴).

Расчетная формула метода капитализации имеет следующий вид:

$$PC = ЧП \text{ (или ДПСК)} : СК,$$

где PC — рыночная стоимость; ЧП — чистая прибыль; ДПСК — денежный поток на собственный капитал; СК — ставка капитализации.

Использование двух методов оценки в рамках доходного подхода обусловлено тем, что до последнего времени однозначных рекомендаций относительно капитализируемого показателя доходности деятельности организации не разработано и сомнительно, что такие рекомендации появятся в обозримом будущем.

Метод дисконтирования денежных потоков (далее — ДДП) не применялся по причине сложности восприятия этого метода недостаточно подготовленным читателем, а также с учетом всей спорности «большей точности и обоснованности» метода ДДП, особенно в условиях сильной изменчивости ретроспективных значений параметров, подлежащих обоснованному прогнозированию.

В связи с отмеченной выше большой изменчивостью ретроспективных значений прибыли и денежного потока на собственный капитал в качестве чистой прибыли и денежного потока на собственный капитал для конкретного года

³ КЧП — капитализация чистой прибыли.

⁴ КДПСК — капитализация денежного потока на собственный капитал.

Исходные данные и результаты оценки рыночной стоимости банковской системы России за период 2013–2016 гг.

Показатель	2013	2014	2015	2016
Чистая прибыль, млрд руб., среднее значение начиная с 2009 г.	726	704	630	668
Денежный поток на собственный капитал, млрд руб., среднее значение начиная с 2009 г.	492	886	372	364
ROE, отн. ед. в год, среднее значение начиная с 2009 г.	0,127	0,118	0,104	0,104
Ключевая ставка Банка России на конец года	0,05	0,05 ... 0,17	0,17 ... 0,11	0,11 ... 0,10
Рыночная стоимость КЧП, млрд руб.	5729	5962	6053	6453
Средняя рыночная стоимость, млрд руб.	4803	6734	4815	4985
Рыночная стоимость КДПСК, млрд руб.	3878	7507	3577	3517

Источник: рассчитано автором согласно статистическим данным Банка России[4].

Примечание: ключевая ставка и ставка рефинансирования приведены по данным компании «Гарант». URL: <http://base.garant.ru/10180094>.

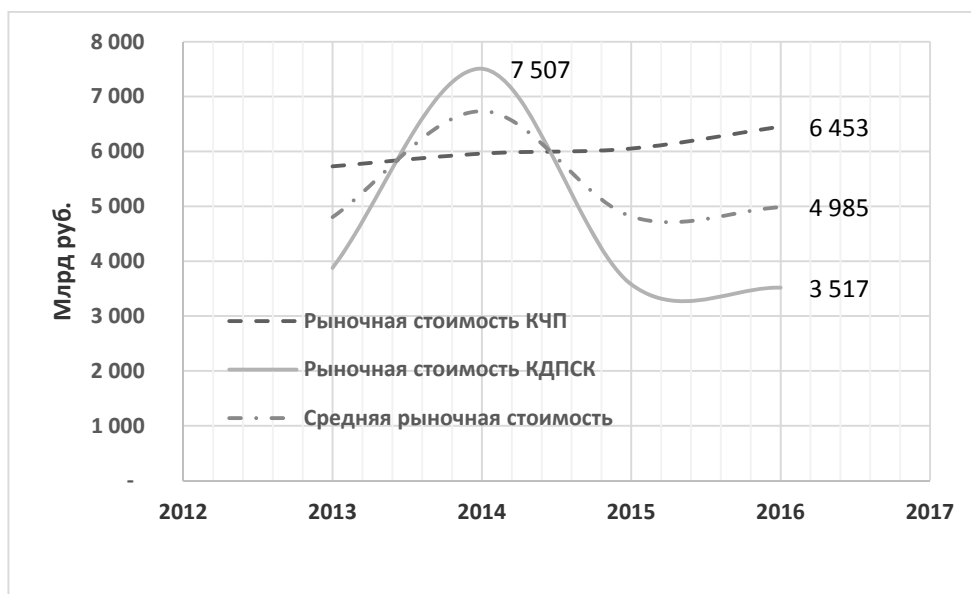


Рис. 4. Ретроспективная динамика рыночной стоимости банковской системы России за период 2013–2016 гг.

Источник: рассчитано автором по данным табл. 5.

принимались их средние ретроспективные значения начиная с 2009 г. и до этого конкретного года, включая его, т.е. осуществлялась «стабилизация» капитализируемых параметров модели.

Таким образом, прогнозировалось, что в обозримом будущем прибыль и денежный поток будут вести себя некоторым средним образом,

учитывая прошлые тенденции их изменения, т.е. в оценке использовалась так называемая гипотеза регрессивных ожиданий⁵.

⁵ Регрессивные ожидания предполагают, что происходит неизбежный регресс — возвращение значения экономической переменной к своему равновесному уровню. С течением времени значение переменной может отклоняться в любую сторону от равновесия, но рано или поздно оно к нему возвращается [7, 8].

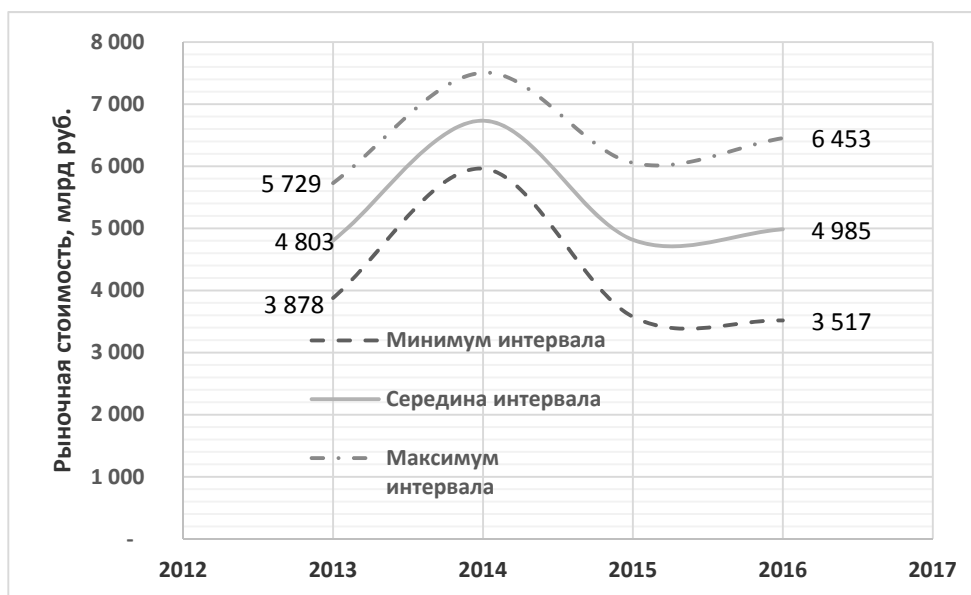


Рис. 5. Ретроспективная динамика интервала, в котором находилась величина рыночной стоимости банковской системы России за период 2013–2016 гг.

Источник: рассчитано автором по данным табл. 4, 5.

В качестве ставки капитализации, по которой капитализировались «стабилизированные» чистая прибыль и денежный поток на собственный капитал, использовалось среднее («стабилизированное») за тот же период значение доходности капитала банковской системы (ROE , $Return\ On\ Equity = \text{Чистая прибыль} / \text{Собственный капитал}$), которое определялось аналогичным образом. При этом усреднение («стабилизация») ROE за доступный ретроспективный период было обусловлено теми же обстоятельствами, что и усреднение чистой прибыли и денежного потока⁶.

Представляется, что в условиях сильных колебаний всех параметров, входящих в расчетную формулу метода капитализации, лучших вариантов для ответственного прогнозирования их поведения в обозримом будущем не существует. В таких условиях логично предположить, что разумный стратегический инвестор будет просто вынужден ориентироваться на то, что в обозримом будущем (например, на горизонте до десяти лет) будет воспроизводиться некоторая средняя ситуация из набора ситуаций, которые имели место в обозримом прошлом.

⁶ Фактически усреднение ЧП и ROE осуществлялось за пять (данные для 2013 г.)–восемь лет (данные для 2016 г.), ДПСР — за четыре года (данные для 2013 г.)–семь лет (данные для 2016 г.).

Исходные данные для оценки величин рыночной стоимости банковской системы России за период 2013–2016 гг. показаны в табл. 5. Результаты расчетов приведены в табл. 5 и на рис. 4, 5.

Исходя из того что результаты оценки рыночной стоимости методами КЧП и КДПСР сильно (до двух раз) различаются, дополнительно была рассчитана средняя между ними величина рыночной стоимости.

В табл. 5 обращает на себя внимание то обстоятельство, что предпринятое для «стабилизации» чистой прибыли и ROE ретроспективное усреднение дало положительный эффект — их значения изменяются не более чем на 20%. В то же самое время «стабилизация» денежного потока, хотя и имеет место, но изменчивость его значений существенно выше — более чем в два раза.

Отметим, что используемые в оценке значения ROE (за исключением 2013 г.) были меньше, чем значения ключевой ставки Банка России.

Из рис. 4, 5 следует, что в течение четырех лет (2013–2016 гг.) рыночная стоимость банковской системы, определенная методом КЧП, выросла незначительно — в 1,13 раза, что существенно меньше роста капитала — в 1,33 раза за тот же период.

Рыночная же стоимость банковской системы, определенная методом КДПСР, которая в тече-

Таблица 6

Сопоставление величины рыночной стоимости банковской системы России, полученной методами доходного подхода, и ее капитала

Показатель	2013	2014	2015	2016
Рыночная стоимость КЧП, млрд руб.	5729	5962	6053	6453
Средняя рыночная стоимость, млрд руб.	6734	6734	4815	4985
Рыночная стоимость КДПСК, млрд руб.	3878	7507	3577	3517
Капитал, млрд руб.	7064	7928	9009	9387
Рыночная стоимость КЧП / Капитал	0,81	0,75	0,67	0,69
Средняя рыночная стоимость / Капитал	0,68	0,85	0,53	0,53
Рыночная стоимость КДПСК / Капитал	0,55	0,95	0,40	0,37
Интервал Рыночная стоимость / Капитал	0,55 ... 0,81	0,75 ... 0,95	0,40 ... 0,67	0,37 ... 0,69
Абсолютный интервал Рыночная стоимость / Капитал за все время	0,37 ... 0,95			

Источник: рассчитано автором согласно статистическим данным Банка России [4].

ние трех из четырех рассмотренных лет была ниже рыночной стоимости, определенной методом КЧП, как минимум не выросла, а, скорее всего, снизилась. При этом если динамика рыночной стоимости, определенной методом КЧП, имеет монотонный характер, то динамика рыночной стоимости, определенной методом КДПСК, очень нестабильна, что обусловлено нестабильностью капитализируемого денежного потока.

Изменчивость рыночной стоимости, определенной методом КДПСК, передалась и средней рыночной стоимости, в отношении которой можно утверждать, что в течение четырех последних лет она, скорее всего, не изменилась.

Таким образом, можно заключить, что на конец 2016 г. значение рыночной стоимости банковской системы России, определенной методами доходного подхода, находилось в интервале от 3,5 до 6,5 трлн руб. с наиболее вероятным значением, составляющим примерно 5,0 трлн руб.

Помимо этого, следует отметить, что рыночная стоимость банковской системы России за четыре последних года практически не изменилась — на конец 2013 г. она находилась в интервале от 3,9 до 5,7 трлн руб. с наиболее вероятным значением, составляющим примерно 4,8 трлн руб.

Рыночная стоимость и капитал банковской системы России

Напомним, что за эти четыре года капитал банковской системы, который также можно рассматривать в качестве показателя рыночной стоимости, вырос в 1,33 раза.

В этой связи представляет интерес сопоставление величины рыночной стоимости банковской системы России, полученной методами доходного подхода, и ее капитала.

Такое сопоставление реализовано в табл. 6. Результаты сопоставления приведены в табл. 6 и на рис. 6.

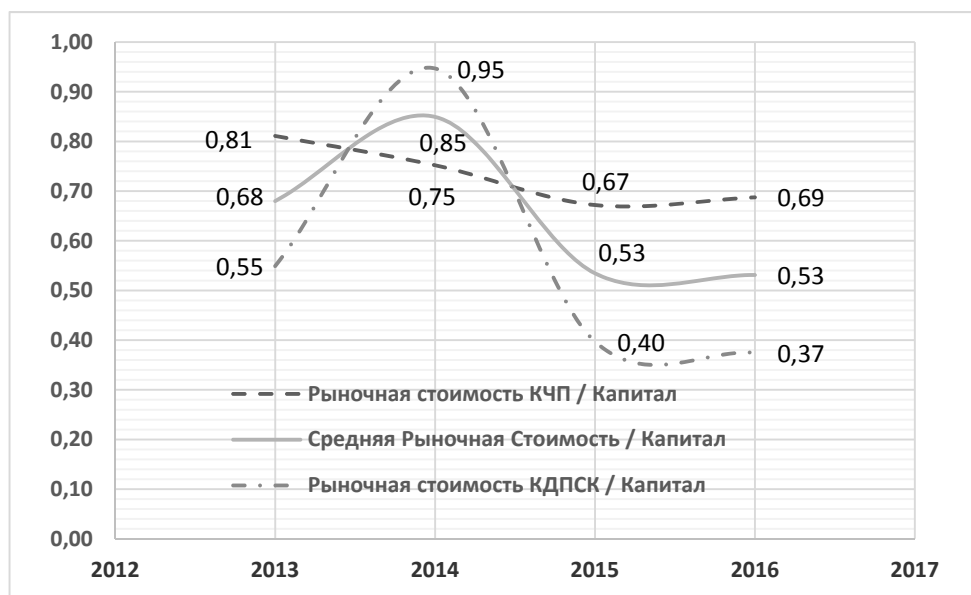


Рис. 6. Соотношение величины рыночной стоимости банковской системы России, полученной методами доходного подхода, и ее капитала

Источник: рассчитано автором согласно статистическим данным Банка России [4].

Рост капитала банковской системы (а равно и активов банковской системы) не оказывает влияния на ее рыночную стоимость, которая, как было отмечено выше, практически не изменялась в течение четырех последних лет. Последнее нельзя не отметить как интегральный фактор, негативно характеризующий текущее состояние банковской системы.

Из рис. 6 следует, что за период 2013–2016 гг. значения рыночной стоимости банковской системы России были стабильно ниже ее капитала.

Если выразить результаты, представленные на рис. 6 в терминах мультипликатора P/BV (отношение рыночной стоимости к балансовой) или «Цена/Капитал», широко используемое в оценке рыночной стоимости коммерческих банков [9], то оказывается, что с 2013 по 2016 г. значения этого мультипликатора снизились с 0,55 ... 0,81 до 0,37 ... 0,69.

При этом в течение 2015–2016 гг. значения мультипликатора оставались стабильными, что нивелирует рост значений мультипликатора до 0,75 ... 0,95 в 2015 г.

Чрезвычайно существенно, что указанные интервалы значений соответствуют значениям мультипликатора «Цена/Капитал», регистрируемого в последние годы во внебиржевых сделках купли-продажи коммерческих банков (0,40 ...

0,80, см. [10]), а также значениям мультипликатора «Биржевая капитализация/Капитал» в 2016 г., вычисляемых на основании биржевых котировок акций российских банков, кроме Сбербанка (0,49 ... 0,78, см. [11]).

В результате можно заключить, что фактические значения указанных мультипликаторов имеют фундаментальное обоснование и обусловлены общим интегральным состоянием банковской системы России.

Выводы

По меньшей мере за последние четыре года количественный рост банковской системы России, измеряемый ростом ее расчетного капитала и активов, не имеет содержательного наполнения в виде роста рыночной стоимости банковской системы. Это послужило одним из главных факторов «усыхания» частной банковской системы, призванной служить важным драйвером деловой активности и экономического роста. По меткому выражению А. Мовчана, «гибель российской банковской эскадры» вызывает естественный страх как бизнес-сообщества, так и населения страны. Современные показатели доли финансового бизнеса в ВВП государства на порядок отстают от показателей развитых экономик мира, а доля частного банковского секто-

ра продолжает снижаться. При этом на балансах «выживших» частных банков продолжают оставаться «токсичные активы» и скрытые обязательства. К большому сожалению, на отечественном банковском рынке не наблюдается не только роста абсолютной рыночной стоимости, а, напротив, имеет место снижение относительной рыночной стоимости, измеряемое ее отношением к капиталу банковской системы.

Сложно в нынешней неопределенной «санкционной» экономической ситуации давать какие-либо конкретные рекомендации по исправлению сложившегося положения. Однако, по нашему мнению, полученные в данной статье результаты заслуживают внимания научного сообщества, а исследования в данном направлении — продолжения и развития.

С точки зрения концепции *VBM* ситуация, при которой рыночная стоимость банковской системы меньше величины ее капитала, не является нормальной и приемлемой. Удовлетворительное состояние банковской системы будет достигнуто не путем увеличения доли в ней государственного сектора, а только в случае, если ее рыночная стоимость будет хотя бы незначительно, но выше величины капитала, а отличное — если рыночная стоимость будет существенно его превышать. В последнем случае в рыночную стоимость будут заложены позитивные ожидания значительных будущих денежных потоков. И, как следствие, факторы, способствующие росту деловой активности и увеличению доли России как в глобальной экономике, так и в глобальных финансовых активах.

ЛИТЕРАТУРА

1. Коллер Т. Что такое «управление, ориентированное на стоимость»? McKinsey. 1994, Август. URL: <http://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/what-is-value-based-management>.
2. Козырь Ю. В. Стоимость компании: оценка и управленческие решения. М.: Альфа-Пресс, 2004.
3. Козырь Ю. В. Особенности оценки бизнеса и реализации концепции *VBM*. М.: Квинто-Консалтинг, 2006.
4. Банк России. Обзоры банковского сектора Российской Федерации. Аналитические показатели, № 117 за июль 2012 г. — № 178 за август 2017 г. URL: <http://www.cbr.ru/analytics/Default.aspx?Prtid=bnksyst>.
5. Головина Г. П. Оценка стоимости коммерческого банка на основе доходного подхода // Вестник Самарского государственного экономического университета. 2010. № 7 (69).
6. Головина Г. П. Оценка рыночной стоимости коммерческого банка: автореф. ... канд. экон. наук; Самарский государственный экономический университет. Самара, 2010.
7. Франкель Дж. и Фрут К. Использование данных опросов для тестирования стандартных предположений в отношении изменения курсов обмена // Американское экономическое обозрение. 1987. № 77.
8. Моисеев С. Р. Ожидания на валютном рынке: теоретический экскурс и результаты прикладных исследований // Финансы и кредит. 2001. № 18.
9. Слуцкий А. А. Оценка коммерческого банка // Оценочная деятельность. 2015. № 4.
10. Слуцкий А. А. Ретроспективная динамика мультипликатора «Цена/ Капитал» для оценки коммерческих банков в России. Теория, методология и практика оценки. 28.07.2017. URL: <http://tmpo.su/sluckij-a-a-retrospektivnaya-dinamika-multiplikatora-cena-kapital-dlya-ocenki-kommercheskix-bankov-v-rossii>.
11. Слуцкий А. А. Ретроспективная динамика мультипликатора «Биржевая капитализация/Капитал» акций коммерческих банков в России. Теория, методология и практика оценки. 04.08.2017. URL: <http://tmpo.su/sluckij-a-a-retrospektivnaya-dinamika-multiplikatora-birzhevaya-kapitalizaciya-kapital-akcij-kommercheskix-bankov-v-rossii/>.
12. Мовчан А. Памяти российских банков: как перезагрузить неработающую систему. URL: https://arb.ru/b2b/pointofview/pamyati_rossijskikh_bankov_kak_perezagruzit_nerabotayushchuyu_sistemu-10146946.

REFERENCES

1. Koller T. What is value-based management? [Chto takoe «upravlenie, orientirovannoe na stoimost'»?]. McKinsey Quarterly, 1994, August. URL: <http://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/what-is-value-based-management>.
2. Kozyr' Ju. V. The value of the company: valuation and managerial decisions [Stoimost' kompanii: ozenka i upravlencheskie reshenija], Moscow, Izdatel'stvo «Al'fa-Press» — “Alpha-Press” Publishing house, 2004.
3. Kozyr' Ju. V. Special considerations in appraisal of business and implementation of VBM concept [Osobennosti ozenki biznesa i realizacii koncepcii VBM]. Moscow, ZAO «Kvinto-Konsalting» — ZAO “Kvinto-Consulting”, 2006.
4. The Bank of Russia, Review of the Banking Sector of the Russian Federation [Obzory bankovskogo sektora Rossijskoj Federacii]. Analytical data., No. 117, July 2012 — No.178, August 2017. URL: <http://www.cbr.ru/analytics/Default.aspx?Prtid=bnksyst>.
5. Golovina G. P. Valuation of commercial bank based on income approach [Ozenka stoimosti kommercheskogo banka na osnove dohodnogo podhoda], *Vestnik Samarskogo gosudarstvennogo jekonomicheskogo universiteta — Newsletter of Samara State University of Economics*, 2010, No. 7 (69).
6. Golovina G. P. Valuation of commercial bank [Ozenka rynochnoj stoimosti kommercheskogo banka]. Synopsis of the Ph.D thesis, Samarskij gosudarstvennyj jekonomicheskij universitet — Samara State University of Economics. Samara, 2010.
7. Frankel J., Froot K. Using survey data to test standard propositions regarding exchange rate expectations [Ispol'zovanie dannykh oprosov dlya testirovaniya standartnykh predpolozhenii v otnoshenii izmeneniya kursov obmena]. *American Economic Review*, 1987, No. 77.
8. Moiseev S. R. Expectations on foreign-exchange market: theoretical insight and applied research results [Ozhidaniya na valjutnom rynke: teoreticheskij ekskurs i rezul'taty prikladnyh issledovanij]. *Finansy i kredit — Finance and credit*, 2001, No. 18.
9. Sluckij A. A. Valuation of commercial bank [Ozenka stoimosti kommercheskogo banka]. *Ocenochnaja dejatel'nost' — Valuation activities*, 2015, No. 4.
10. Sluckij A. A. Retrospective dynamics of «Value/Capital» multiplier for valuation of commercial banks in Russia [Retrospektivnaja dinamika mul'tiplikatora «Cena / Kapital» dlja ozenki kommercheskih bankov v Rossii]. *Teorija, metodologija i praktika ozenki — Theory, methodology and practice of valuation*, 28.07.2017. URL: <http://tmpo.su/sluckij-a-a-retrospektivnaya-dinamika-multiplikatora-cena-kapital-dlya-ocenk-kommercheskix-bankov-v-rossii>.
11. Sluckij A. A. Retrospective dynamics of «Stock capitalisation/Capital» multiplier of shares of Russian commercial banks [Retrospektivnaja dinamika mul'tiplikatora «Birezhevaja kapitalizacija / Kapital» akcij kommercheskih bankov v Rossii], *Teorija, metodologija i praktika ozenki — Theory, methodology and practice of valuation*. 04.08.2017. URL: <http://tmpo.su/sluckij-a-a-retrospektivnaya-dinamika-multiplikatora-birezhevaya-kapitalizaciya-kapital-akcij-kommercheskix-bankov-v-rossii>.
12. Movchan A. To the memory of Russian banks: how to reboot a non-working system [Pamyati rossijskikh bankov: kak perezagruzit' nerabotay ushchuyu sistemu.]. URL: https://arb.ru/b2b/pointofview/pamyati_rossijskikh_bankov_kak_perezagruzit_nerabotayushchuyu_sistemu-10146946.