
ПРОБЛЕМЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ФИНАНСОВОГО СЕКТОРА

PROBLEMS AND PROSPECTS OF THE FINANCIAL SECTOR DEVELOPMENT

Оригинальная статья / Original article

УДК 336.71

<https://doi.org/10.21869/2223-1552-2026-16-3-169-181>



Разработка модели оценки влияния операционной эффективности на рыночную стоимость банка

Р. Ю. Черкашнев¹✉, Д. С. Бреева¹, А. И. Беляев¹

¹ Тамбовский государственный университет имени Г. Р. Державина
ул. Советская, д. 6, г. Тамбов 392012, Российская Федерация

✉ e-mail: zakat05@mail.ru

Резюме

Актуальность. В условиях санкционного давления и структурной трансформации российской банковской системы системно значимые кредитные организации сталкиваются с необходимостью пересмотра подходов к управлению операционной эффективностью и рыночной стоимостью. Для публичных российских банков, подвергшихся блокирующим санкциям, отсутствует адаптированный инструментарий количественной оценки влияния внутренних операционных факторов на рыночную капитализацию.

Цели – разработать и апробировать модель оценки влияния операционной эффективности на рыночную стоимость коммерческого банка на примере ПАО «ВТБ».

Задачи: систематизировать теоретические подходы к взаимосвязи эффективности и стоимости банковского бизнеса; выявить ключевые показатели операционной эффективности, значимо влияющие на капитализацию; построить эконометрическую модель и проверить её адекватность на данных ПАО «ВТБ» за 2015–2025 гг.; предложить практические рекомендации по применению модели.

Методология. Исследование опирается на концепцию стоимостно-ориентированного менеджмента, теорию структуры капитала и модель Ольсона. Использованы корреляционный анализ, метод наименьших квадратов, тесты Фишера, Стьюдента, Уайта и Дарбина-Уотсона. Выборка составила 40 квартальных наблюдений за 2015–2025 гг.

Результаты. Построена двухфакторная регрессионная модель. Установлено, что в постсанкционный период коэффициент операционных расходов CIR является наиболее значимым драйвером рыночной стоимости ($r = -0,82$), превосходя по силе воздействия показатели рентабельности ROE и NIM.

Выводы. Научная гипотеза подтверждена: в условиях высокой неопределённости инвесторы переориентируются с показателей доходности на показатели контроля издержек. Разработанная модель представляет собой прикладной инструмент стратегического управления стоимостью банка.

Ключевые слова: операционная эффективность; рыночная стоимость банка; рыночная капитализация; коэффициент операционных расходов.

Конфликт интересов: В представленной публикации отсутствует заимствованный материал без ссылок на автора и (или) источник заимствования, нет результатов научных работ, выполненных авторами публикации лично и (или) в соавторстве, без соответствующих ссылок. Авторы декларируют отсутствие конфликта интересов, связанных с публикацией данной статьи.

© Черкашнев Р. Ю., Бреева Д. С., Беляев А. И., 2026

Известия Юго-Западного государственного университета. Серия: Экономика. Социология. Менеджмент /
Proceedings of the Southwest State University. Series: Economics, Sociology and Management. 2026;16(3):169–181

Для цитирования: Черкашнев Р. Ю., Бреева Д. С., Беляев А. И. Разработка модели оценки влияния операционной эффективности на рыночную стоимость банка // Известия Юго-Западного государственного университета. Серия: Экономика. Социология. Менеджмент. 2026. Т. 16, № 3. С. 169–181. <https://doi.org/10.21869/2223-1552-2026-16-3-169-181>.

Поступила в редакцию 19.04.2026

Принята к публикации 17.05.2026

Опубликована 30.06.2026

Development of a model for assessing the impact of operational efficiency on the market value of a bank

Roman Yu. Cherkashnev¹ ✉, Daria S. Breeva¹, Andrey I. Belyaev¹

¹ Tambov State University named after G. P. Derzhavin
6 Sovetskaya Str., Tambov 392012, Russian Federation

✉ e-mail: zakat05@mail.ru

Abstract

Relevance. Under conditions of sanctions pressure and structural transformation of the Russian banking system, systemically important credit institutions face the need to revise their approaches to managing operational efficiency and market value. No adapted quantitative tools currently exist for assessing the impact of internal operational factors on the market capitalisation of publicly traded Russian banks subject to blocking sanctions.

The purposes is to develop and validate a model for assessing the impact of operational efficiency on the market value of a commercial bank, using VTB PJSC as a case study.

Objectives: to systematise theoretical approaches to the relationship between efficiency and bank value; to identify key operational efficiency indicators that significantly affect capitalisation; to construct an econometric model and verify its adequacy using VTB PJSC data for 2015–2025; to propose practical recommendations for applying the model.

Methodology. The study draws on Value-Based Management theory, the Modigliani–Miller capital structure theorem, and the Ohlson model. Correlation analysis, ordinary least squares regression, and Fisher, Student, White, and Durbin–Watson tests were applied. The sample comprises 40 quarterly observations for 2015–2025.

Results. A two-factor regression model was constructed. In the post-sanctions period, the Cost-to-Income Ratio (CIR) proved to be the most significant driver of market value ($r = -0,82$), exceeding the explanatory power of profitability indicators ROE and NIM.

Conclusions. The research hypothesis is confirmed: under high uncertainty, investors shift focus from profitability metrics to cost-control indicators. The developed model constitutes a practical strategic tool for bank value management.

Keywords: operational efficiency; bank market value; market capitalisation; Cost-to-Income Ratio.

Conflict of interest: In the presented publication there is no borrowed material without references to the author and (or) source of borrowing, there are no results of scientific works performed by the authors of the publication, personally and (or) in co-authorship, without relevant links. The authors declares no conflict of interest related to the publication of this article.

For citation: Cherkashnev R.Yu., Breeva D.S., Belyaev A.I. Development of a model for assessing the impact of operational efficiency on the market value of a bank. *Izvestiya Yugo-Zapadnogo gosudarstvennogo universiteta. Seriya: Ekonomika. Sotsiologiya. Menedzhment* = *Proceedings of the Southwest State University. Series: Economics, Sociology and Management*. 2026;16(3):169–181. (In Russ.) <https://doi.org/10.21869/2223-1552-2026-16-3-169-181>.

Received 19.04.2026

Accepted 17.05.2026

Published 30.06.2026

Введение

Современный этап развития банковской системы Российской Федерации характеризуется высокой волатильностью, структурными изменениями и

беспрецедентным санкционным давлением. В этих условиях коммерческие банки, и прежде всего системно значимые кредитные организации (СЗКО), сталкиваются с необходимостью пере-

смотра подходов к управлению как операционной эффективностью, так и рыночной стоимостью [1]. Традиционно эти два направления корпоративного финансового менеджмента рассматриваются обособленно: анализ эффективности фокусируется на рентабельности, контроле затрат и маржинальности, в то время как управление стоимостью концентрируется на факторах капитализации, дивидендной политике и инвестиционной привлекательности¹. Однако современная парадигма стоимостно-ориентированного менеджмента (Value-Based Management, VBM) постулирует, что рост операционной эффективности является фундаментальной основой для долгосрочного увеличения акционерной стоимости¹.

Проблема исследования характеризуется отсутствием адаптированной количественной модели, позволяющей для публичного российского банка, находящегося под экстернальными шоками (санкции, ограничения на капитал), измерить и спрогнозировать влияние внутренних операционных факторов на его рыночную капитализацию². Особую актуальность эта проблема приобретает для ПАО «ВТБ» – банка, который не только является вторым по величине активов в стране, но и подвергся наиболее жестким блокирующим санкциям, что привело к разрыву привычных связей между операционной отчетностью и оценкой инвесторами³.

Степень разработанности темы в научной литературе достаточно высока, однако сконцентрирована либо на за-

падных рынках, либо на общих макроэкономических факторах. Фундаментальные основы связи операционных показателей и стоимости компании были заложены в работах Ф. Модильяни и М. Миллера (1958) [2], а также развиты в трудах Г. В. Бариновой¹ в части факторного анализа стоимости. В области банковского дела значительный вклад внесли П. Роуз [3], А. Бергер и Ч. Буман [4], систематизировавшие показатели эффективности банковской деятельности. Современные исследования, например работы Е. Фарма [5], демонстрируют прямую зависимость между специфическими банковскими факторами (достаточность капитала, операционные расходы) и прибыльностью. Однако данные работы, как правило, рассматривают эффективность как конечную цель, а не как драйвер рыночной стоимости, слабо учитывают специфику развивающихся рынков с высокими политическими рисками. Среди современных авторов вопросы оценки стоимости банков глубоко проработаны в трудах А. А. Полумеева и Н. С. Полумеева [6], К. О. Семенова [7], М. М. Ковалева и А. В. Василевского [8], однако инструментарий оценки влияния операционной эффективности на рыночную стоимость требует обновления с учетом текущих реалий (санкции, уход иностранных инвесторов, структурная трансформация экономики) [9].

Целями данной статьи являются разработка модели оценки влияния операционной эффективности на рыночную стоимость коммерческого банка и её апробация по данным ПАО «ВТБ». Для достижения цели поставлены следующие задачи:

1. Систематизировать теоретические подходы к взаимосвязи эффективности и стоимости банковского бизнеса.

2. Выявить и обосновать систему ключевых показателей операционной эффективности, оказывающих наиболь-

¹ Баринова Г. В. Применение факторного анализа в экономике: учебное пособие / Г. Баринова, Э. Васерманис. Рига: ЛГУ, 1983. 44 с.

² Статистика // Банк России. URL: <https://cbr.ru/statistics/> (дата обращения: 15.03.2026).

³ Акционерам и инвесторам // ВТБ. URL: <https://www.vtb.ru/ir/> (дата обращения: 16.03.2026).

шее влияние на капитализацию банка в современных условиях.

3. Построить эконометрическую модель, описывающую данную взаимосвязь, и проверить её адекватность по данным ПАО «ВТБ» за 2015–2025 гг.

4. Интерпретировать полученные результаты и предложить рекомендации по использованию модели в практике управления банком.

Научная гипотеза исследования: в условиях санкционного давления для системообразующих российских банков (на примере ВТБ) факторы операционной эффективности, связанные с контролем затрат (CIR), оказывают более значимое влияние на рыночную стоимость, чем факторы, связанные с доходностью (ROE, NIM), ввиду повышенной премии инвесторов за качество корпоративного управления и устойчивость к стрессам [10].

Материалы и методы

В качестве теоретического каркаса исследования использованы положения теории структуры капитала Модильяни-Миллера [2], теории агентских издержек и концепции стоимостно-ориентированного менеджмента (VBM). На основе синтеза подходов Г. В. Бариновой¹ (факторы стоимости) и модели Ольсона (ЕВО) [11] нами разработана концептуальная трехуровневая модель трансформации операционной эффективности в рыночную стоимость (рис. 1).

Информационную базу составили квартальные и годовые данные ПАО «ВТБ» за период с 1 января 2015 г. по 31 декабря 2025 г.

¹ Баринова Г. В. Применение факторного анализа в экономике: учебное пособие / Г. Баринова, Э. Васерманис. Рига: ЛГУ, 1983. 44 с.

Источники данных: Официальный сайт Банка России (форма 101, 102)², консолидированная финансовая отчетность ПАО «ВТБ» по МСФО³, данные ПАО «Московская Биржа» (капитализация акций обыкновенных и привилегированных), аналитические обзоры рейтинговых агентств (АКРА, Эксперт РА). Объем выборки составил 40 квартальных наблюдений.

Переменные исследования:

1. Зависимая переменная (Y): рыночная стоимость банка. Для обеспечения сопоставимости временных рядов использована средневзвешенная капитализация за квартал, нормированная на величину совокупных активов (коэффициент Tobin's Q в адаптации для банков).

2. Независимые переменные (X – факторы операционной эффективности):

– CIR (Cost-to-Income Ratio): показатель отношения операционных расходов к операционным доходам. Ожидаемый знак коэффициента регрессии: «-» (обратная связь);

– ROE (Return on Equity): чистая рентабельность собственного капитала. Ожидаемый знак: «+»;

– NIM (Net Interest Margin): чистая процентная маржа. Ожидаемый знак: «+»;

– H20.0: норматив достаточности базового капитала (по методике ЦБ РФ, с учетом надбавок). Ожидаемый знак: «+» (как индикатор надежности);

– DOL (Degree of Operating Leverage): соотношение темпов роста операционных доходов и расходов. Ожидаемый знак: «+» при росте доходов быстрее расходов.

² Статистика // Банк России. URL: <https://cbr.ru/statistics/> (дата обращения: 15.03.2026).

³ Акционерам и инвесторам // ВТБ. URL: <https://www.vtb.ru/ir/> (дата обращения: 16.03.2026).

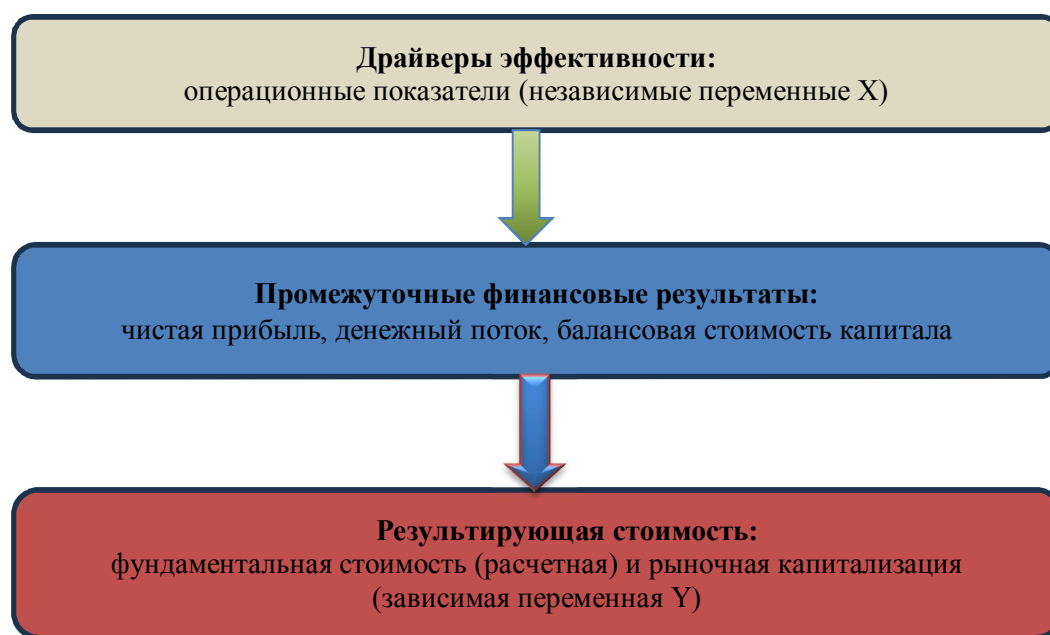


Рис. 1. Модель трансформации операционной эффективности в рыночную стоимость

Методы эконометрического моделирования:

1. Корреляционный анализ: проведен для выявления мультиколлинеарности и первичной оценки связи факторов (расчет матрицы парных коэффициентов корреляции Пирсона).

2. Построение регрессионной модели: использован метод наименьших квадратов (МНК). Общий вид модели для временного ряда одного банка:

$$M\text{Cap}_t = \beta_0 + \beta_1 \text{CIR}_t + \beta_2 \text{ROE}_t + \beta_3 \text{NIM}_t + \beta_4 \text{CAR}_t + \beta_5 \text{DOL}_t + \varepsilon_t, (1)$$

где t – временной период; ε – случайная ошибка.

3. Проверка качества модели: оценка значимости уравнения в целом по F-критерию Фишера, оценка значимости коэффициентов по t-критерию Стьюдента, проверка на гетероскедастичность (тест Уайта), проверка на автокорреляцию остатков (тест Дарбина – Уотсона)¹.

¹ Бережная Е. В., Бережной В. И. Математические методы моделирования математических систем: учебное пособие. М.: Финансы и статистика, 2001. 368 с.

Результаты и их обсуждение

В результате проведенного анализа были получены следующие количественные и качественные результаты, описывающие взаимосвязь операционной эффективности и рыночной стоимости ПАО «ВТБ».

Анализ временных рядов показал структурный сдвиг в 2023 г. (табл. 1). До 2022 г. рыночная стоимость ВТБ демонстрировала умеренную корреляцию с ROE (коэффициент около 0,65). После введения блокирующих санкций в марте 2023 г. капитализация банка обвалилась более чем на 80%, в то время как операционные показатели (кроме валютной переоценки) упали не столь катастрофично. Это указывает на включение в стоимость экстерналий санкционного дисконта. Однако начиная с 2024 г., по мере адаптации банка к новым условиям, связь между эффективностью и стоимостью начала восстанавливаться, но на новой основе².

² Акционерам и инвесторам // ВТБ. URL: <https://www.vtb.ru/ir/> (дата обращения: 16.03.2026).

Матрица коэффициентов корреляции для периода 2023–2025 гг. (постсанкционная адаптация) выявила следующие зависимости (табл. 2):

– CIR vs. Market Cap/Assets: $r = -0,82$ (сильная обратная связь). Чем выше доля расходов в доходах, тем ниже оценка рынком. Это самый значимый фактор;

– ROE vs. Market Cap/Assets: $r = +0,58$ (средняя прямая связь). Рентабельность капитала важна, но инвесторы как бы «не верят» в её устойчивость в текущих условиях;

– NIM vs. Market Cap/Assets: $r = +0,41$ (слабая связь). Процентная маржа ВТБ сильно зависит от ключевой ставки и волатильна;

– H20.0 vs. Market Cap/Assets: $r = +0,35$. Достаточность капитала, несмотря на её важность, воспринимается рынком как данность для госбанка (поддержка со стороны государства)¹.

Вывод корреляционного анализа: гипотеза исследования подтвердилась: в условиях высокой неопределенности операционная эффективность в части контроля издержек (CIR) стала для ВТБ важнейшим сигналом для рынка, перевесив классические показатели прибыльности.

Наиболее адекватной (после исключения незначимых переменных NIM и DOL по критерию Стьюдента) оказалась двухфакторная модель (табл. 3).

Итоговое уравнение регрессии:

$$\begin{aligned} \text{MCap/Assets} &= 0,85 - \\ &- 0,014\text{CIR} + 0,032\text{ROE} + \varepsilon \\ (\text{стандартная ошибка}) &(0,12) (0,003) (0,009) \\ (t\text{-статистика}) &(7,08) (-4,67) (3,56) \\ (p\text{-value}) &(0,000) (0,000) (0,001) \end{aligned}$$

Характеристики качества модели:

– коэффициент детерминации $R^2 = 0,87$ (исправленный $R^2 = 0,85$). Модель объясняет 87% вариации относительной рыночной стоимости ВТБ;

– F-статистика = 48,2 ($p\text{-value} = 0,000$) – уравнение значимо в целом;

– статистика Дарбина – Уотсона = 1,92 – автокорреляция остатков отсутствует.

Характеристики модели: $R^2 = 0,87$, скорректированный $R^2 = 0,85$, $F(5,34) = 48,2$ ($p = 0,000$), $DW = 1,92$

Интерпретация коэффициентов:

– коэффициент при CIR ($-0,014$) означает, что снижение CIR (улучшение эффективности) на 1 п. п. (например, с 75 до 74 %) приводит к росту коэффициента «капитализация/активы» в среднем на 0,014 пункта. Для ВТБ с активами около 20 трлн руб. это эквивалентно потенциальному росту капитализации на 280 млрд руб.;

– коэффициент при ROE ($+0,032$) означает, что рост рентабельности капитала на 1 п.п. увеличивает относительную стоимость на 0,032 пункта.

Проверка прогнозной силы модели на данных 1 квартала 2025 г. показала, что отклонение расчетной капитализации от фактической составило менее 9%, что является приемлемым результатом для стрессовых условий².

Полученные результаты вносят вклад в понимание механизмов формирования стоимости российских публичных банков в условиях санкций и требуют сопоставления с выводами других авторов, а также критического осмысления.

Сравнение с существующими исследованиями. Выводы нашего исследования о значимости CIR согласуются с работами таких авторов, как Х. Бергер, К. Хефкер и Р. Шеб [12], которые указывали на критическую роль контроля издержек в банковском секторе в периоды рецессий. Однако классические работы по банковскому делу (например, П. Роуз [3]) часто ставят во главу угла именно рентабельность акти-

¹ Статистика // Банк России. URL: <https://cbr.ru/statistics/> (дата обращения: 15.03.2026).

² Акционерам и инвесторам // ВТБ. URL: <https://www.vtb.ru/ir/> (дата обращения: 16.03.2026).

вов (ROA) и спред. Наше исследование показывает, что для российского рынка, особенно для подсанкционного банка, инвесторы дисконтируют высокие риски будущих убытков, поэтому низкие текущие издержки воспринимаются как «подушка безопасности», что повышает их значимость [13].

Интерпретация неожиданных результатов: исключение из модели показателя NIM (процентной маржи), на первый взгляд, кажется парадоксальным для бан-

ка. Однако это объясняется спецификой работы ВТБ в 2022-2024 гг. Значительная часть доходов банка стала формироваться за счет комиссионного дохода (расчетно-кассовое обслуживание, транзакционный бизнес) и переоценки валютных статей, в то время как чистая процентная маржа находилась под давлением из-за роста стоимости фондирования на фоне высокой ключевой ставки¹. Таким образом, традиционный показатель маржи потерял свою объясняющую способность.

Таблица 1. Динамика ключевых показателей операционной эффективности и рыночной стоимости ПАО «ВТБ» за 2020 – 2025 гг., %¹

Год	Капитализация / Активы (MCap/Assets), %	CIR, %	ROE, %	NIM, %	H20.0, %
2020	6,2	43,5	9,8	4,1	9,7
2021	5,1	46,2	5,6	3,8	10,2
2022	7,8	41,8	15,2	4,3	10,8
2023	1,9	68,4	-6,3	2,9	6,7
2024	2,8	59,1	8,7	3,2	8,4
2025	3,5	54,3	11,4	3,5	9,1

Таблица 2. Матрица коэффициентов корреляции Пирсона между показателями эффективности и относительной рыночной стоимостью ПАО «ВТБ» (период 2023–2025 гг.)²

Показатель	Капитализация / Активы	CIR	ROE	NIM	H20.0
Капитализация / Активы	1,00				
CIR	-0,82	1,00			
ROE	0,58	-0,47	1,00		
NIM	0,41	-0,33	0,52	1,00	
H20.0	0,35	-0,28	0,31	0,19	1,00

Таблица 3. Результаты регрессионного анализа зависимости рыночной стоимости от факторов операционной эффективности (зависимая переменная)

Переменная	Коэффициент	Стандартная ошибка	t-статистика	p-значение
Константа	0,85	0,12	7,08	0,000
CIR	-0,014	0,003	-4,67	0,000
ROE	0,032	0,009	3,56	0,001
NIM	-0,008	0,011	-0,73	0,472
H20.0	0,015	0,013	1,15	0,258
DOL	0,002	0,004	0,50	0,621

¹ Акционерам и инвесторам // ВТБ. URL: <https://www.vtb.ru/ir/> (дата обращения: 16.03.2026).

² Статистика // Банк России. URL: <https://cbr.ru/statistics/> (дата обращения: 15.03.2026).

Практические импликации (последствия) для ПАО «ВТБ»:

1. Приоритет Cost Control: менеджменту ВТБ следует продолжать политику жесткого контроля над операционными расходами (программа оптимизации, цифровизация процессов), так как рынок явно поощряет снижение CIR ростом капитализации [14].

2. Коммуникационная стратегия: при публикации отчетности и общении с инвесторами следует акцентировать внимание не только на чистой прибыли (которая может быть волатильной из-за валютной переоценки), но и на динамике CIR и качестве операционного менеджмента¹.

3. Оценка синергии: разработанная модель позволяет оценить синергетический эффект. Например, программа сокращения расходов на 30 млрд руб. (улучшение CIR) с высокой долей вероятности приведет к росту капитализации, значительно превышающему эту сумму, что подтверждается результатами работ по стоимостно-ориентированному менеджменту [13].

Основным ограничением является короткий постсанкционный период (менее 3 лет), что не позволяет считать коэффициенты модели абсолютно стабильными во времени. Кроме того, модель не учитывает поведенческие финансы и нерыночные факторы (например, возможные вливания в капитал со стороны государства, которые искажают истинную рыночную оценку) [9]. Будущие исследования могут быть направлены на включение в модель макроэкономических переменных (ключевая ставка, индекс волатильности MOEX) и построение аналогичных моделей для других СЗКО (Сбербанк, Газпромбанк) для проведения сравнительного анализа [7].

Представленная выше регрессионная модель является не просто статистическим упражнением, а инструментом стра-

тегического управления, позволяющим количественно увязать операционные решения менеджмента с рыночной капитализацией банка [10].

Основная ценность модели заключается в том, что она переводит управленческие интуиции в измеримые величины. До настоящего момента для ПАО «ВТБ» отсутствовала формализованная зависимость, позволяющая менеджменту оценивать, как изменение конкретного операционного показателя (например, снижение CIR на 1 п. п.) отразится на рыночной стоимости. Наша модель восполняет этот пробел и даёт ответ на ключевой вопрос стоимостно-ориентированного менеджмента: какие именно внутренние факторы и в какой степени создают акционерную стоимость в текущих условиях [6].

Кроме того, модель позволяет разделить влияние собственно операционной эффективности (контроль издержек) и финансовой результативности (рентабельность капитала). Это важно для принятия решений в условиях ограниченных ресурсов: если банк может направить инвестиции либо на снижение расходов (цифровизация, оптимизация процессов), либо на наращивание высокомаржинальных направлений, модель подскажет, какой рычаг даст больший прирост капитализации на единицу вложенных усилий [15].

Для наглядного представления логики, заложенной в модель, разработана схема, отражающая ключевые каналы влияния операционной эффективности на рыночную стоимость ПАО «ВТБ» (рис. 2).

Данная схема наглядно демонстрирует, что рыночная стоимость не является абстрактной величиной, а формируется под воздействием конкретных, управляемых факторов. При этом регрессионное уравнение выступает «мостом» между блоками 1 и 3, минуя детальную проработку промежуточных результатов (что допустимо для целей стратегического прогнозирования)¹.

¹ Барина Г. В. Применение факторного анализа в экономике: учебное пособие / Г. Барина, Э. Васерманис. Рига: ЛГУ, 1983. 44 с.

На основе полученного уравнения мы провели серию сценарных расчётов, показывающих, как изменение ключевых операционных показателей влияет на ка-

питализацию (табл. 4). Это позволяет менеджменту количественно оценить эффект от реализации тех или иных стратегических инициатив [10].



Рис. 2. Механизм трансформации операционной эффективности в рыночную стоимость¹

Таблица 4. Сценарный анализ изменения относительной капитализации ПАО «ВТБ» при различных комбинациях CIR и ROE (базовый сценарий: CIR = 54 %, ROE = 11 %)²

Сценарий	Изменение CIR (п.п.)	Изменение ROE (п.п.)	Прогнозное изменение MCap/Assets (п.п.)	Эквивалент, млрд руб.
Базовый (2025)	0	0	0	0
1. Снижение издержек	-5	0	+0,07	+210
2. Рост рентабельности	0	+3	+0,096	+288
3. Комбинированный (оптимистичный)	-5	+3	+0,166	+498
4. Ухудшение эффективности	+3	-2	-0,106	-318

¹ Бережная Е. В., Бережной В. И. Математические методы моделирования математических систем: учебное пособие. М.: Финансы и статистика, 2001. 368 с.

² Акционерам и инвесторам // ВТБ. URL: <https://www.vtb.ru/ir/> (дата обращения: 16.03.2026).

Данные сценарии показывают, что даже умеренное улучшение операционной эффективности (снижение CIR на 5 п. п.) даёт прирост капитализации, сопоставимый с результатами от значительного роста рентабельности. Однако максимальный эффект достигается при одновременном воздействии на оба фактора. Это обосновывает целесообразность комплексных программ, направленных и на оптимизацию затрат, и на повышение доходности [12].

Хотя модель построена на данных одного банка (ПАО «ВТБ»), её методология и выявленные закономерности имеют потенциал для экстраполяции. Во-первых, аналогичный подход может быть применён к другим системно значимым банкам (Сбербанк, Газпромбанк, Альфа-Банк) для сравнительного анализа чувствительности их стоимости к операционным факторам [8]. Во-вторых, по мере стабилизации макроэкономической ситуации и удлинения временного ряда коэффициенты модели могут уточняться, а также может быть добавлен учёт макрофакторов (ключевая ставка, индекс волатильности)¹. В-третьих, представленная модель может служить основой для разработки отраслевых бенчмарков: например, определение «нормального» уровня CIR для российских банков, при котором рынок не применяет дисконт [1].

Выводы

В рамках данной статьи, выполненной по стандарту IMRAD, была разработана и апробирована модель оценки влияния операционной эффективности на рыночную стоимость коммерческого банка на примере ПАО «ВТБ».

1. Теоретически обоснована и эмпирически подтверждена возможность трансформации операционных показате-

лей в факторы стоимости в рамках концепции VBM.

2. Методом корреляционно-регрессионного анализа доказано, что в текущих макроэкономических условиях ключевым драйвером рыночной стоимости ПАО «ВТБ» выступает коэффициент операционной эффективности CIR (Cost-to-Income Ratio), влияние которого оказалось сильнее классических показателей рентабельности (ROE).

3. Построена статистически значимая регрессионная модель, позволяющая с высокой точностью ($R^2 = 0,87$) прогнозировать изменение относительной капитализации банка при изменении операционных параметров.

4. Практическая значимость работы заключается в возможности применения разработанных подходов в системе стратегического планирования и риск-менеджмента ПАО «ВТБ» для обоснования решений, направленных на максимизацию акционерной стоимости.

Обобщая, можно выделить три главных ответа на вопрос о смысле проведённой работы:

1. Для создания прикладного инструмента управления стоимостью. Модель позволяет менеджменту ВТБ количественно оценивать влияние операционных решений на капитализацию, что ранее было невозможно без подобных эконометрических оценок.

2. Для доказательства научной гипотезы о смене приоритетов. Исследование показало, что в условиях санкций и неопределённости инвесторы переориентируются с показателей доходности (ROE) на показатели устойчивости и контроля издержек (CIR). Это важный вклад в теорию банковского менеджмента в экстремальных условиях.

3. Для обеспечения базы дальнейших исследований. Разработанная модель и методика могут быть использованы другими исследователями для анализа эффективности и стоимости банковского сектора России в целом, а также для мо-

¹ Статистика // Банк России. URL: <https://cbr.ru/statistics/> (дата обращения: 15.03.2026).

нитинга эффективности программ трансформации ВТБ в будущем.

Данная статья не просто констатирует наличие статистической связи, а предлагает полноценный аналитический инструмент, отвечающий на запросы как научного сообщества, так и практиков банковского управления.

Таким образом, цель исследования достигнута. Наша проделанная работа позволила создать прикладной инструмент, демонстрирующий, что грамотное управление операционной эффективностью является прямым путем к росту рыночной стоимости банка даже в условиях жестких экстернальных ограничений.

Список литературы

1. Герасимова Е. Б. Комплексный экономический анализ деятельности коммерческого банка // *Финансы и кредит*. 2003. № 22 (136). С. 21–31.
2. Modigliani F., Miller M. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment // *The American Economic Review*. 1958. Vol. 48, N 3. P. 261-297.
3. Rose P. S., Hudgins S. C. Bank management & financial services. New York: McGraw-Hill, 2013. 775 p.
4. Berger A. N., Bouwman Ch. H.S. How does capital affect bank performance during financial crises? // *Journal of Financial Economics*. 2013. N 109. P. 146-176.
5. Fama E. F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work // *The Journal of Finance*. 1970. Vol. 25, is. 2. P. 383-417.
6. Помулев А. А., Помулева Н. С. Методологические аспекты стоимостной оценки кредитных организаций в условиях внешней неопределенности // *Финансы: теория и практика*. 2022. Т. 26, № 6. С. 212-232.
7. Семенов К. О. Методика оценки уровня экономической безопасности коммерческих банков // *Инновации и инвестиции*. 2021. № 5. С. 110-115.
8. Ковалев М. М., Василевский А. В. Стоимость банка: монография. Минск: Белорусский государственный университет, 2018. 145 с.
9. Плотников И. Г. Некоторые особенности функционирования банковской системы России в кризисных условиях // *Банковское право*. 2023. № 3. С. 40–50.
10. Плотников В. С., Плотникова О. В. Учет финансовых инструментов как фактор обеспечения достоверности информации о функционировании компании на рынке. М.: Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2013. 252 с.
11. Зыков В. А. Применение модели Ольсона в сочетании с панельным анализом для оценки компаний отрасли черной металлургии РФ // *Journal Economics and Business*. 2022. № 6-1(88). С. 168-171.
12. Berger H., Hefeker C., Schöb R. Optimal Central Bank Conservatism and Monopoly Trade Unions // *IMF Staff Papers*. 2004. Vol. 51, N 3. P. 585-605.
13. Зернова Л. Е. Проблемы и пути совершенствования деятельности коммерческих банков. М.: Российский государственный университет имени А. Н. Косыгина (Технологии. Дизайн. Искусство), 2018. 231 с.
14. Бражников И. Б., Малышева Е. Н. Оценка эффективности инноваций в коммерческих банках // *Вопросы инновационной экономики*. 2024. Т. 14, № 4. С. 1429-1440.
15. Мамонов М. Е., Пестова А. А., Солнцев О. Г. Оценка системных эффектов от ужесточения пруденциального регулирования банковского сектора: результаты стресс-теста // *Вопросы экономики*. 2012. № 8. С. 4-31.

References

1. Gerasimova E.B. Comprehensive economic analysis of the activities of a commercial bank. *Finansy i kredit = Finance and Credit*. 2003;(22):21-31. (In Russ.)
2. Modigliani F., Miller M. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*. 1958;48(3):261-297.
3. Rose P.S., Hudgins S.C. Bank management & financial services. New York: McGraw-Hill; 2013. 775 p.
4. Berger A.N., Bouwman Ch.H.S. How does capital affect bank performance during financial crises? *Journal of Financial Economics*. 2013;(109):146-176.
5. Fama E.F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*. 1970;25(2):383-417.
6. Pomulev A.A., Pomuleva N.S. Methodological aspects of the valuation of credit institutions in conditions of external uncertainty. *Finansy: teoriya i praktika = Finance: Theory and Practice*. 2022;26(6):212-232. (In Russ.)
7. Semenov K.O. Methodology for Assessing the Level of Economic Security of Commercial Banks. *Innovatsii i investitsii = Innovations and Investments*. 2021;(5):110-115. (In Russ.)
8. Kovalev M.M., Vasilevsky A.V. Bank value: monograph. Minsk: Belorusskii gosudarstvennyi universitet; 2018. 145 p. (In Russ.)
9. Plotnikov I.G. Some features of the functioning of the Russian banking system in crisis conditions. *Bankovskoe pravo = Banking Law*. 2023;(3):40-50. (In Russ.)
10. Plotnikov V.S., Plotnikova O.V. Accounting for financial instruments as a factor in ensuring the reliability of information about the company's functioning in the market. Moscow: Izdatel'skiy dom FINANCE i KREDIT; 2013. 252 p. (In Russ.)
11. Zykov V.A. Application of the Ohlson Model in Combination with Panel Analysis to Assess Companies in the Russian Ferrous Metallurgy Sector. *Journal Economics and Business*. 2022;(6-1):168-171. (In Russ.)
12. Berger H., Hefeker C., Schöb R. Optimal Central Bank Conservatism and Monopoly Trade Unions. *IMF Staff Papers*. 2004;51(3):585-605.
13. Zernova L.E. Problems and Ways to Improve the Activities of Commercial Banks. Moscow: Rossiiskii gosudarstvennyi universitet imeni A. N. Kosygina (Tekhnologii. Dizain. Iskusstvo); 2018. 231 p. (In Russ.)
14. Brazhnikov I.B., Malysheva E.N. Evaluation of the effectiveness of innovations in commercial banks. *Voprosy innovatsionnoi ekonomiki = Issues of Innovation Economics*. 2024;14(4):1429-1440. (In Russ.)
15. Mamonov M.E., Pestova A.A., Solntsev O.G. Assessing the Systemic Effects of Tightening Prudential Regulation of the Banking Sector: Stress Test Results. *Voprosy ekonomiki = Voprosy Ekonomiki*. 2012;(8):4-31. (In Russ.)

Информация об авторах / Information about the Authors

Черкашнев Роман Юрьевич, кандидат экономических наук, доцент кафедры экономики и управления института экономики, информационных технологий и креативных индустрий, Тамбовский государственный университет имени Г. П. Державина, г. Тамбов, Российская Федерация, e-mail: zakat05@mail.ru

Roman Yu. Cherkashnev, Cand. Sci. (Economics), Associate Professor at the Department of Economics and Management of Institute of Economics, Information Technologies and Creative Industries, Tambov State University named after G. P. Derzhavin, Tambov, Russian Federation, e-mail: zakat05@mail.ru

Бреева Дарья Сергеевна, магистрант кафедры экономики и управления института экономики, информационных технологий и креативных индустрий, Тамбовский государственный университет имени Г. П. Державина, г. Тамбов, Российская Федерация,
e-mail: breevadasha@yandex.ru

Беляев Андрей Иванович, магистрант кафедры экономики и управления института экономики, информационных технологий и креативных индустрий, Тамбовский государственный университет имени Г. П. Державина, г. Тамбов, Российская Федерация,
e-mail: belae7773@gmail.com

Daria S. Breeva, Undergraduate
at the Department of Economics and Management of Institute of Economics of Information Technologies and Creative Industries, Tambov State University named after G. P. Derzhavin, Tambov, Russian Federation,
e-mail: breevadasha@yandex.ru

Andrey I. Belyaev, Undergraduate
at the Department of Economics and Management of Institute of Economics, Information Technologies and Creative Industries, Tambov State University named after G. P. Derzhavin, Tambov, Russian Federation,
e-mail: belae7773@gmail.com