

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

На правах рукописи

Земков Никита Сергеевич

МЕХАНИЗМ ПРИВЛЕЧЕНИЯ КАПИТАЛА В УСЛОВИЯХ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ НЕСТАБИЛЬНОСТИ

5.2.4. Финансы

АВТОРЕФЕРАТ
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель

Погодина Татьяна Витальевна
доктор экономических наук, профессор

Москва – 2025

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

Публичное рассмотрение и защита диссертации состоятся 11 февраля 2026 г. в 14:00 часов на заседании диссертационного совета Финансового университета Д 505.001.101 по адресу: Москва, Ленинградский проспект, д. 51, корп. 1, аудитория 1001.

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

Персональный состав диссертационного совета:

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

члены диссертационного совета:

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

Автореферат диссертации разослан 16 декабря 2025 г.

Ученый секретарь диссертационного совета
Финансового университета Д 505.001.101

С.Р. Древинг

I Общая характеристика работы

Актуальность темы исследования. Санкционное давление, начавшееся в середине 2010-х годов со стороны крупнейших зарубежных государств, стало усиливаться в последние несколько лет. Значительный объем ограничений, направленный на финансовую систему страны, был введен в действие именно в 2022 году. В качестве основных мер, повлиявших на российские компании, можно выделить практически полное отсутствие возможности осуществления трансграничных расчетов, осложнение экспортно-импортных процедур и изменение товарной логистики, а также уход иностранных инвесторов с российского рынка. Все эти факторы привели к сокращению российской экономики и необходимости государства и экономических агентов реагировать на произошедшие изменения в привычных процессах работы.

Компании в своей деятельности нуждаются в финансировании, которое возможно получить при помощи различных методов и инструментов. Для реализации поставленных проектов организациям необходимо привлекать капитал практически на каждом этапе их жизненного цикла. С учетом сложившихся санкционных ограничений, существующий механизм привлечения капитала нуждается в пересмотре. На настоящий момент российские компании ограничены в доступе к крупнейшим международным основным источникам финансирования, в особенности это касается первичных публичных размещений (initial public offering, далее – IPO). Таким образом, на ведущую роль выходит внутренний рынок, который в текущем его состоянии не готов предоставить тот объем капитала, который необходим компаниям для достижения поставленных целей по развитию. В связи с этим, требуется внедрять определенные меры поддержки российского рынка и осуществлять его реформирование для решения возникших задач.

Тем не менее, российские компании по-прежнему обладают возможностями по выходу на зарубежные рынки привлечения капитала. В настоящее время фокус смещается на альтернативные направления, в качестве которых можно выделить азиатский регион, в особенности Китайскую Народную Республику (далее – КНР)

и Республику Индию, а также такие страны Ближнего Востока, как Саудовская Аравия и Объединенные Арабские Эмираты (далее – ОАЭ). Ожидается, что все больше компаний будут осуществлять переориентацию на данные рынки, инвесторы которых будут готовы предоставить необходимый объем капитала.

Степень разработанности темы исследования. В данной работе основной темой является механизм привлечения капитала и его составляющие, которыми являются методы и инструменты. Данные объекты были рассмотрены в большом количестве работ как российских, так и зарубежных ученых: Л. Гурвиц, А. Кульман, Э. Маскин, Р. Майерсон, Н.И. Берзон, Е.В. Горбунов, Б. Никерсон, Т.А. Терещенко, И.В. Балашов.

Макроэкономическая нестабильность и финансовые кризисы оказывают значительное влияние на механизм привлечения капитала и его составляющие. Оценка степени подобного влияния была произведена в работах Е.В. Васиной, Т.И. Ломаченко, Н.К. Вощиковой, В.В. Глазкова, Е.Т. Гурвича, Ю.В. Дюбановой, А.Ю. Томчака и др.

Крупные российские и международные компании и организации регулярно проводят исследования рынков привлечения капитала, в частности делая акцент на первичном публичном размещении. Среди подобных организаций можно выделить следующие: Центральный банк Российской Федерации, Московская биржа, Всемирный банк, Банк международных расчетов (далее – БМР), Международный Валютный Фонд (далее – МВФ), Ernst&Young, PricewaterhouseCoopers (далее – PWC).

Российский рынок привлечения капитала начал свое развитие в конце XX века после перехода страны к рыночной экономике. Исследование российского рынка привлечения капитала было проведено в работах таких ученых, как А.А. Калин, Г.И. Хотинская, А.В. Якунина, А.В. Напольнов.

Стоит отметить, что многие положения диссертации опираются на научные исследования и разработки ученых Финансового университета: М.А. Федотовой, Т.В. Погодиной, С.Р. Древинг, О.В. Лосевой, Н.И. Морозко, Г.И. Хотинской, В.Ю. Диденко, Б.Б. Рубцова, Н.Е. Бровкиной и др.

В настоящее время существует небольшое количество научных исследований, которые направлены на анализ текущего состояния российского рынка привлечения капитала с учетом тех событий, которые произошли в 2022 году. В рамках данных исследований стоит отметить работы следующих ученых: А.В. Охрименко, Л.Б. Нюренбергер, И.В. Краковецкая, Е.В. Калькаева, А.И. Далибожко, М.А. Гачегов, А.Ю. Антюхов, И.А. Гусева, А.В. Алешина, А.Л. Булгаков, Е.А. Романов, В.М. Козлов.

Существующие работы в основном оценивают состояние российского и международного рынков привлечения капитала без фокуса на мерах поддержки и реформирования внутреннего рынка.

Кроме того, в научных исследованиях среди всех иностранных рынков, которые на протяжении многих лет играли первостепенную роль в привлечении капитала российскими компаниями, основной фокус всегда отводился площадкам Соединенных Штатов Америки (далее – США), Великобритании и Европейскому союзу (далее – ЕС). В то же время, с учетом существующих международных ограничений, российская экономика в целом и российские компании в частности будут осуществлять переориентацию на азиатский рынок привлечения капитала, который является недостаточно изученным.

Актуальность темы исследования, связанная с необходимостью изменения существующего процесса привлечения капитала ввиду имеющихся международных ограничений, направленных на российскую экономику, определили выбор цели и задач данной научной работы.

Цель исследования состоит в совершенствовании элементов механизма привлечения капитала для российских компаний в текущем состоянии макроэкономической нестабильности.

Для реализации цели исследования поставлены следующие **задачи**:

- дополнить элементы процессной схемы механизма привлечения капитала в условиях текущей макроэкономической нестабильности;
- обосновать классификацию факторов, оказывающих негативное влияние на стоимость и структуру капитала российских компаний, в условиях текущей макроэкономической нестабильности;

- разработать модель оценки значимости дополнительных рыночных факторов, направленную на оценку их влияния на объем привлекаемого капитала при осуществлении первичных публичных размещений;
- разработать рекомендации по оптимизации финансовой стратегии компании на основе анализа изменения структуры и стоимости капитала российских компаний в условиях текущей макроэкономической нестабильности;
- разработать модель оценки добавленной стоимости для непубличных компаний при использовании альтернативных инструментов привлечения капитала в условиях текущей макроэкономической нестабильности.

Объектом исследования является механизм привлечения капитала российскими компаниями в текущем состоянии макроэкономической нестабильности.

Предметом исследования являются финансово-экономические отношения при использовании механизма привлечения капитала российскими компаниями в условиях текущей макроэкономической нестабильности.

Область исследования диссертации соответствует п. 15. «Корпоративные финансы. Финансовая стратегия корпораций. Финансовый менеджмент» Паспорта научной специальности 5.2.4. Финансы (экономические науки).

Методология и методы исследования. Теоретической базой проведенного исследования послужили ключевые концепции теории корпоративных финансов, а также труды отечественных и зарубежных ученых, в которых сформулированы основные положения теории экономических механизмов, методов и инструментов привлечения капитала, рынка капитала, макроэкономической нестабильности, теории финансового планирования, экономической добавленной стоимости.

На различных этапах исследования использовались такие общенаучные методы исследования как анализ, синтез, сравнение, систематизация и классификация, индукция, дедукция, различные теоретические методы (обобщение, факторный и системный анализ), специальные методы (экономико-статистический, аналитический, эконометрический и сравнительный анализы).

Информационная база исследования включает законодательные и нормативные акты Российской Федерации, научные работы российских и зарубежных ученых, отчеты и аналитические материалы Центрального Банка Российской Федерации, Московской Биржи, Всемирного банка, Ernst & Young, PWC, а также финансовая отчетность российских и иностранных компаний.

Научная новизна исследования заключается в дополнении элементов механизма привлечения капитала российскими компаниями, разработке модели оценки значимости рыночных факторов для выбора альтернативных рынков привлечения капитала, разработке рекомендаций по оптимизации финансовой стратегии компаний в условиях текущей макроэкономической нестабильности.

Положения, выносимые на защиту. В работе получены следующие основные результаты, которые определяют научную новизну исследования:

1) процессная схема механизма привлечения капитала дополнена такими элементами, как системная оценка внешней среды и идентификация ключевых индикаторов макроэкономической нестабильности, выбор способа привлечения капитала, разработка и оптимизация финансовой стратегии компании. Предложенные дополнения позволяют компаниям учитывать текущее состояние экономической нестабильности в процессе получения финансирования (С. 14-26);

2) предложена классификация факторов, оказывающих негативное влияние на стоимость и структуру капитала компаний, в том числе разделяющая их на макроэкономические, факторы санкционного давления, факторы монетарной политики. Классификация позволяет расширить перечень факторов путем учета текущего состояния макроэкономической нестабильности, которое характеризуется дисбалансами на микро- и макроуровнях, высокой волатильностью ключевых макроэкономических индикаторов (С. 80-87);

3) разработана модель оценки значимости рыночных факторов, направленная на выявление их влияния на объем привлекаемого капитала при использовании первичных публичных размещений. Полученные результаты, в особенности высокое влияние рыночной капитализации компаний внутреннего рынка, конкретизируют научные представления о степени воздействия рыночных

факторов на объем получаемого капитала при осуществлении международных IPO при сопоставимом уровне издержек на осуществление первичного публичного размещения и при отсутствии институционально-правовых ограничений (С. 60-70; 113-128);

4) предложены рекомендации по оптимизации финансовой стратегии компаний, включающие в себя учет отраслевой специфики публичных и непубличных компаний, использование различных инструментов привлечения капитала, в том числе цифровых финансовых активов, криптовалют и замещающих облигаций, мер государственной поддержки, а также альтернативных направлений для получения финансирования. Предложенные меры позволяют повысить эффективность финансового планирования и устойчивость корпоративных решений в условиях неопределенности (С. 130-145);

5) разработана модель оценки экономической добавленной стоимости, отличающаяся от существующих возможностью ее использования для непубличных компаний, а также включающая альтернативные инструменты финансирования (например, цифровые финансовые активы) в ответ на условия текущей макроэкономической нестабильности (С. 147-158).

Теоретическая значимость работы. Теоретические положения и результаты проведенного исследования расширяют теорию корпоративных финансов в части модернизации элементов механизма привлечения капитала в рамках современного этапа его развития, включающего выбор направления для получения финансирования, а также влияния кризисных явлений на стоимость и структуру капитала.

Практическая значимость работы заключается в количественной оценке изменения стоимости капитала и структуры источников финансирования в условиях текущей макроэкономической нестабильности, а также в разработке модели создания стоимости для непубличных компаний при выпуске цифровых финансовых активов.

Степень достоверности, апробация и внедрение результатов исследования. Достоверность полученных результатов определяется использованием информации, основанной на данных исследований российских

и зарубежных ученых, непосредственно занимающихся исследованием механизма привлечения капитала, публикаций различных информационных и аналитических материалов финансовых институтов и организаций, таких как Центральный Банк Российской Федерации, Московская Биржа, Всемирный банк.

Для проведения исследования использованы данные за период 2004-2024 гг. В рамках данного временного отрезка происходили такие определяющие события, как мировой финансовый кризис 2007-2008 гг., пандемия коронавирусной инфекции 2020-2021 гг., санкционное давление на российскую экономику в 2014 году и в особенности начиная с 2022 года. Таким образом, в работе проанализированы различные этапы развития мировой экономики, что дает полную картину российского и международного рынков привлечения капитала.

Ключевые результаты проведенного исследования были представлены на научных мероприятиях: на II Международной научно-практической конференции «Теория и практика управления предпринимательскими структурами в современных условиях» (Санкт-Петербург, Санкт-Петербургский университет технологий управления и экономики, 16-17 февраля 2023 г.); на XI Международной научно-практической конференции «Управленческие науки в современном мире» (Москва, Финансовый университет, 7-8 ноября 2023 г.); на Конференции, посвященной 105-летию Финансового университета «Научные школы Финансового университета: становление и развитие» (Москва, Финансовый университет, 28 марта 2024 г.); на V Международной научно-практической конференции «Операционный и проектный менеджмент: стратегии и тенденции» (Москва, Финансовый университет, 18-19 апреля 2024 г.); на III Всероссийской научно-практической конференции «Финансовый менеджмент и трансформация бизнес-процессов» (Москва, Финансовый университет, 21 мая 2025 г.).

Материалы диссертации используются в практической деятельности Финансового департамента компании ООО «Ангара Технолоджиз Групп», являющейся системным интегратором и крупнейшим поставщиком решений в области информационной безопасности. В деятельность компании внедрены результаты анализа текущего состояния экономической нестабильности для

наиболее эффективного процесса привлечения финансирования. Особое внимание удалено анализу оценки изменения стоимости капитала компаний технологического сектора. Полученные в рамках диссертационного исследования результаты привели к оптимизации стратегии финансового развития компании исходя из условий текущей экономической нестабильности и возможности использования различных инструментов привлечения капитала. Выводы и основные положения используются в практической деятельности, способствуя повышению эффективности работы организации.

Материалы диссертационного исследования используются Кафедрой финансового и инвестиционного менеджмента Факультета «Высшая школа управления» Финансового университета в преподавании учебных дисциплин «Финансовый риск-менеджмент» и «Корпоративное финансовое планирование и бюджетирование».

Апробация и внедрение результатов исследования подтверждены соответствующими документами.

Публикации. Основные положения и результаты исследования отражены в 7 научных работах общим объемом 4,95 п.л. (авторский объем – 4,4 п.л.), в том числе 5 работ общим объемом 4,45 п.л. (авторский объем – 3,9 п.л.) опубликованы в рецензируемых научных изданиях, определенных ВАК при Минобрнауки России.

Структура и объем диссертации определяются целью и задачами исследования. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы, включающего 130 наименований, семи приложений. Текст диссертации изложен на 193 страницах, включает 19 таблиц, 32 рисунка и 6 формул.

II Основное содержание работы

В соответствии с целью и задачами исследования получены и обоснованы следующие научные результаты:

1) Процессная схема механизма привлечения капитала дополнена такими элементами, как системная оценка внешней среды и идентификация ключевых индикаторов макроэкономической нестабильности, выбор способа привлечения капитала, разработка и оптимизация финансовой стратегии компании. Предложенные дополнения позволяют компаниям учитывать текущее состояние экономической нестабильности в процессе получения финансирования.

Механизм привлечения капитала рассматривался в трудах большого количества ученых, таких как Адам Смит, Анри Кульман, Леонид Гурвиц, Роджер Майерсон, Эрик Маскин и других. Базируясь на ранее представленных исследованиях, механизм привлечения капитала можно определить как совокупность структурных элементов, с помощью которых компании имеют возможность получать финансовые ресурсы для развития своей деятельности, осуществления инвестиций или реализации проектов.

В качестве основных структурных элементов механизма привлечения капитала автором предлагается выделить субъекты, методы и инструменты привлечения капитала, этапы реализации механизма, а также нормативную базу.

Говоря о становлении этапов реализации механизма привлечения капитала, стоит отметить, что изначально он состоял из двух основных этапов: определение потребности в финансировании и осуществление накоплений или обмена. В процессе развития общества и финансовой системы, данная процедура становилась все более комплексной.

В то же время из-за состояния экономической нестабильности меняются основные параметры привлечения капитала – стоимость, структура источников и срок, на который финансирование требуется и на который оно может быть получено. При выборе метода и инструмента привлечения капитала компаниям важно учитывать, находится ли экономика в состоянии кризиса. Рисунок 1 демонстрирует процессную схему современного механизма привлечения капитала.



Источник: составлено автором.

Рисунок 1 – Процессная схема современного механизма привлечения компаниями капитала

С учетом происходящих изменений, в современную процессную схему автором предлагается добавить несколько элементов, в число которых входит разработка финансовой стратегии компании, этап оценки внешней среды и ключевых показателей макроэкономической нестабильности. На основании внедрения данных этапов в деятельность компании будет приниматься решение об использовании того или иного метода и инструмента получения финансирования и о реализации дальнейших шагов при привлечении капитала.

2) Предложена классификация факторов, оказывающих негативное влияние на стоимость и структуру капитала компаний, в том числе разделяющая их на макроэкономические, факторы санкционного давления, факторы монетарной политики. Классификация позволяет расширить перечень факторов путем учета текущего состояния макроэкономической

нестабильности, которое характеризуется дисбалансами на микро- и макроуровнях, высокой волатильностью ключевых макроэкономических индикаторов.

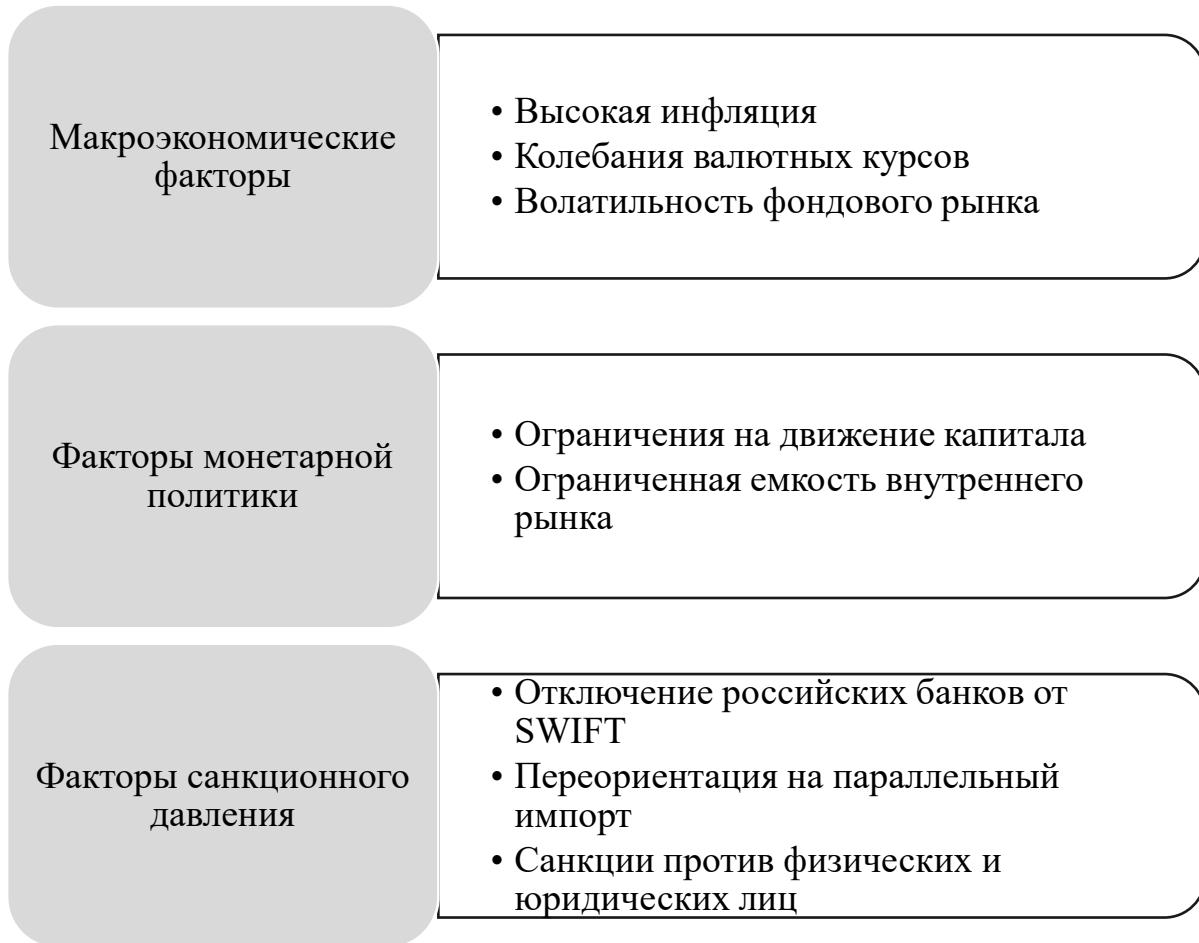
Ситуация, сложившаяся в российской экономике с 2022 года, оказала серьезное влияние на всю финансовую сферу. Санкционные ограничения, которые в первую очередь были направлены на дестабилизацию финансового сектора, затронули практически все сферы жизни государства. Подобные потрясения оказали серьезное негативное влияние на структуру и стоимость капитала российских компаний. В рамках проведенного диссертационного исследования предложена классификация подобных факторов, представленная на рисунке 2. В отличие от существующих классификаций, разработанный подход принимает во внимание текущее состояние макроэкономической нестабильности, установившееся в российской экономике с 2022 года.

Представленные факторы предлагается разделить на три основных блока – макроэкономические факторы, факторы монетарной политики и факторы санкционного давления. Одним из макроэкономических факторов является высокая инфляция, которая смещает структуру с заемного на собственный капитал ввиду его удорожания, а также увеличивает роль самофинансирования для снижения зависимости от внешних источников. При колебаниях валютных курсов происходит удорожание обслуживания долга при девальвации национальной валюты, а также значительно снижается доля заимствований в иностранной валюте. Волатильность фондового рынка, наоборот, оказывает большее влияние на собственный капитал компаний ввиду роста премии за риск.

В качестве факторов монетарной политики предлагается выделить ограничение на движение капитала и ограниченную емкость внутреннего рынка, при которых отсутствует возможность привлекать финансирование на зарубежных рынках, а также увеличивается роль самофинансирования и государственных программ поддержки в качестве альтернативных методов привлечения капитала.

Одним из ключевых факторов санкционного давления является введение санкционных ограничений против физических и юридических лиц, что приводит

к снижению инвестиционной привлекательности компаний и удорожанию собственного и заемного капитала ввиду возросшей премии за риск.



Источник: составлено автором.

Рисунок 2 – Классификация факторов, оказывающих негативное влияние на структуру и стоимость капитала компаний в условиях текущей макроэкономической нестабильности

В дополнение к этому, для подобных компаний ограничения доступа к международному рынку капитала распространяются также и на дружественные государства. Переориентация на параллельный импорт усложняет логистические цепочки и приводит к росту операционных расходов, что требует увеличения оборотного капитала путем привлечения краткосрочных займов, а также расширенному использованию программ поддержки со стороны государства. Отключение российских банков от системы SWIFT делает невозможным для российских компаний привлечение валютных заимствований, что смешает акцент в пользу собственного капитала и государственных программ поддержки.

3) Разработана модель оценки значимости рыночных факторов, направленная на выявление их влияния на объем привлекаемого капитала при использовании первичных публичных размещений. Полученные результаты, в особенности высокое влияние рыночной капитализации компаний внутреннего рынка, конкретизируют научные представления о степени воздействия рыночных факторов на объем получаемого капитала при осуществлении международных IPO при сопоставимом уровне издержек на осуществление первичного публичного размещения и при отсутствии институционально-правовых ограничений.

В проведенном исследовании выявлено, что российские компании исторически активно использовали размещение ценных бумаг на зарубежных площадках ввиду возможности получения большего объема финансирования, чем на российском рынке. С учетом отсутствия доступа к таким рынкам, как США, ЕС и Великобритания, организации исследуют альтернативные направления.

Для их выбора и получения необходимого объема финансирования компаниям необходимо провести оценку рынка для максимальной эффективности предстоящего размещения. Определено шесть факторов, которые должны оказывать непосредственное влияние на объем привлеченного капитала, а именно:

- ВВП (в текущих ценах) – X1;
- Общий объем торгуемых акций – X2;
- Объем прямых иностранных инвестиций – X3;
- ВВП на душу населения (в текущих ценах) – X4;
- Рыночная капитализация компаний внутреннего рынка – X5;
- Индекс потребительских цен – X6.

Исследование проведено на основании 105 наблюдений за период 2008-2022 гг. Чтобы отследить влияние предложенных факторов в динамике, предлагается провести анализ на основании двух периодов: 2008-2014 гг. и 2015-2022 гг. Рынок США выбран в качестве крупнейшего мирового рынка первичных публичных размещений, а также одного из основных для IPO российских компаний до 2022 года. КНР представляет собой основное направление, которое может быть использовано российскими компаниями для

получения необходимого объема финансирования в условиях новой экономической реальности. В качестве альтернативных направлений для российских компаний выбраны рынки Индии, Саудовской Аравии и ОАЭ. Результаты проведенного исследования представлены в таблицах 1 и 2.

Таблица 1 – Значимые факторы, оказывающие влияние на объем привлекаемого капитала в рамках первичных публичных размещений за период 2008-2014 гг.

Государство	Фактор	Коэффициент	P-значение
США	X1	0,072516	0,0173
	X6	-1,50214e+10	0,0441
КНР	X3	0,857953	0,0056
	X5	0,0310804	0,0066
	X6	-1,21643e+10	0,0026
Индия	X2	0,010994	0,0270
Саудовская Аравия	X2	0,0192333	0,0716
ОАЭ	X2	0,00910167	0,0209
	X6	1,05254e+8	0,0747
Российская Федерация	X3	0,065848	0,3457
	X5	-0,00108013	0,3230

Источник: составлено автором с использованием программного пакета для эконометрических расчетов Gretl.

Таблица 2 – Значимые факторы, оказывающие влияние на объем привлекаемого капитала в рамках первичных публичных размещений за период 2015-2022 гг.

Государство	Фактор	Коэффициент	P-значение
США	X5	0,0158996	0,0171
КНР	X5	0,0111499	0,0004
Индия	X5	0,00499731	0,0496
Саудовская Аравия	X1	0,0671631	0,0169
	X5	0,00779046	0,0103
	X6	-3,27525e+9	0,0061
ОАЭ	X4	207047	0,0284
	X5	0,0187872	0,0000
Российская Федерация	X3	0,134434	0,1260
	X4	0,0221040	0,1676
	X5	1,87262e+8	0,1216

Источник: составлено автором с использованием программного пакета для эконометрических расчетов Gretl.

На основании проведенного исследования можно сделать выводы, что при сравнении двух периодов – 2008-2014 гг. и 2015-2022 гг. – на каждом из представленных рынков выявлена возросшая роль рыночной капитализации компаний внутреннего рынка.

Вместе с тем показатели ВВП на душу населения, объема прямых иностранных инвестиций, снизили свое значение и более не оказывают серьезного влияния на объем получаемого финансирования. Таким образом, компании при разработке своей финансовой стратегии и планировании привлечения капитала при помощи международного первичного публичного размещения, помимо уже широко изученных факторов, должны учитывать рыночную капитализацию компаний внутреннего рынка.

В соответствии с проведенным анализом, существует возможность определить те альтернативные направления, которые российские компании могут рассматривать в качестве локаций для получения необходимого объема капитала при сопоставимом уровне издержек на осуществление первичного публичного размещения и при отсутствии институционально-правовых ограничений.

4) Предложены рекомендации по оптимизации финансовой стратегии компаний, включающие в себя учет отраслевой специфики публичных и непубличных компаний, использование различных инструментов привлечения капитала, в том числе цифровых финансовых активов, криптовалют и замещающих облигаций, мер государственной поддержки, а также альтернативных направлений для получения финансирования. Предложенные меры позволяют повысить эффективность финансового планирования и устойчивость корпоративных решений в условиях неопределенности.

Состояние макроэкономической нестабильности оказывает серьезное влияние на такие параметры привлечения капитала, как структура и стоимость. Проанализировав динамику коэффициента соотношения заемных и собственных средств на базе 10000 компаний за период 2020-2024 гг., ранжированных в зависимости от размера выручки на последний отчетный год, определено, что более чем у 60% компаний значение снизилось. В условиях усиления

экономической нестабильности у организаций меняется структура источников финансирования бизнеса, уменьшая объем заемных средств. Подобные изменения находят отражение в используемых методах и инструментах привлечения капитала, тем самым оказывая влияние и на сам механизм.

Изменение стоимости можно проследить через показатель средневзвешенной стоимости капитала. Для проведения анализа, результаты которого представлены в таблицах 3 и 4, взяты данные 1000 компаний за период 2020-2024 гг. Организации ранжированы в зависимости от размера выручки по данным на последний отчетный год. Для учета текущего состояния макроэкономической нестабильности на российском рынке, в модель был включен страновой риск. В качестве дополнительной классификации компании разделены на публичные и непубличные.

В рамках исследования компании распределены по группам в зависимости от значения средневзвешенной стоимости капитала (далее – WACC):

- группа 1 (далее – Г1): WACC меньше 5%;
- группа 2 (далее – Г2): WACC от 5% до 10%;
- группа 3 (далее – Г3): WACC от 10% до 15%;
- группа 4 (далее – Г4): WACC от 15% до 20%;
- группа 5 (далее – Г5): WACC свыше 20%.

Таблица 3 – Доля публичных компаний в группах WACC

В процентах

Группы WACC	2020 г.	2021 г.	2022 г.	2023 г.	2024 г.
Г1 (<5)	12	12	5	4	3
Г2 (5 – 10)	54	49	12	20	10
Г3 (10 – 15)	34	38	19	27	29
Г4 (15 – 20)	1	1	17	31	36
Г5 (>20)	0	1	43	14	17

Источник: составлено автором.

Таблица 4 – Доля непубличных компаний в группах WACC

В процентах

Группы WACC	2020 г.	2021 г.	2022 г.	2023 г.	2024 г.
Г1 (<5)	22	23	7	10	7
Г2 (5 – 10)	42	43	14	19	12
Г3 (10 – 15)	32	33	20	31	24
Г4 (15 – 20)	3	2	19	30	38
Г5 (>20)	1	1	42	12	23

Источник: составлено автором.

На основании проведенного исследования для публичных компаний можно сделать вывод, что за рассмотренный период значительно сократилась доля компаний со ставкой средневзвешенной стоимости капитала от 5% до 10%: если в 2020 году больше 50% рассмотренных компаний находились в данной группе, то по состоянию на 2024 год их осталось лишь 10%. Похожая ситуация сложилась и при анализе непубличных компаний. В то же время изначальное распределение компаний по группам было несколько другим. В отличие от публичных компаний, превосходство WACC от 5% до 10% было не столь значительным. Изменения между группами, несомненно, сопровождались колебаниями ключевой ставки Банка России. Компаниям в рамках разработки и оптимизации своей финансовой стратегии важно предполагать, какой будут колебания средневзвешенной стоимости капитала именно для их отрасли.

Для отраслевого анализа организации разделены на базе разделов Общероссийского классификатора видов экономической деятельности (далее – ОКВЭД). Анализ проведен для публичных и непубличных компаний, чтобы иметь возможность проследить динамику в зависимости от степени публичности организации. Результаты анализа представлены в таблицах 5 и 6.

По результатам проведенного анализа определено, что для публичных организаций в таких отраслях, как здравоохранение и финансы, значительный рост

ключевой ставки Банка России не оказал серьезного влияния на изменение средневзвешенной стоимости капитала.

Таблица 5 – Значение WACC по разделам ОКВЭД для публичных компаний за период 2020-2024 гг.

В процентах

Раздел ОКВЭД	WACC 2020 г.	WACC 2021 г.	WACC 2022 г.	WACC 2023 г.	WACC 2024 г.
Сельское, лесное хозяйство, охота, рыболовство и рыбоводство	6,09	6,25	13,95	12,16	12,63
Добыча полезных ископаемых	9,44	10,03	19,32	14,84	16,14
Обрабатывающие производства	8,18	8,93	17,01	14,43	15,65
Строительство	7,83	8,72	20,71	17,38	24,80
Деятельность в области здравоохранения и социальных услуг	10,29	10,13	14,66	15,13	18,19
Деятельность финансовая и страховая	15,81	11,84	16,75	12,34	16,25
Торговля оптовая и розничная	8,41	9,32	22,30	16,52	16,13
Транспортировка и хранение	10,60	8,56	23,24	14,29	16,80
Деятельность по операциям с недвижимым имуществом	6,65	8,44	20,35	15,08	16,15
Деятельность в области информации и связи	7,53	8,68	18,92	7,85	16,06

Источник: составлено автором.

Для непубличных компаний серьезный рост также не наблюдался в деятельности в области здравоохранения и социальных услуг. В то же время, независимо от степени публичности компаний, в таких видах деятельности, как обрабатывающие производства, добыча полезных ископаемых, строительство, технологический сектор и сельское хозяйство, наблюдалась обратная ситуация. На основании этого можно сделать вывод, что определенные отрасли российской экономики больше подвержены макроэкономическим колебаниям, что может быть включено в стратегию финансового развития компаний.

Таблица 6 – Значение WACC по разделам ОКВЭД для непубличных компаний за период 2020-2024 гг.

В процентах

Раздел ОКВЭД	WACC 2020 г.	WACC 2021 г.	WACC 2022 г.	WACC 2023 г.	WACC 2024 г.
Сельское, лесное хозяйство, охота, рыболовство и рыбоводство	7,37	7,59	15,44	17,71	17,10
Добыча полезных ископаемых	9,48	7,41	18,29	15,67	18,27
Обрабатывающие производства	12,39	8,61	16,53	12,17	15,81
Строительство	7,72	8,61	17,36	15,54	18,04
Деятельность в области здравоохранения и социальных услуг	7,87	11,44	13,97	12,75	14,64
Деятельность финансовая и страховая	18,95	8,64	19,23	12,22	18,54
Торговля оптовая и розничная	5,20	5,08	10,24	9,18	15,03
Транспортировка и хранение	7,72	9,79	17,94	15,04	17,29
Деятельность по операциям с недвижимым имуществом	8,46	8,78	17,99	13,75	17,87
Деятельность в области информации и связи	9,46	7,62	23,44	13,89	18,20

Источник: составлено автором.

В качестве одной из мер для повышения эффективности стратегии финансового развития компании предлагается более активное использование краткосрочных прогнозов в дополнение к стратегическому планированию, которые позволяли бы оперативнее учитывать происходящие колебания. Для усиления оперативного контроля предлагается формировать еженедельные или ежемесячные отчеты для проведения соответствующих изменений.

Вместо классического подхода к бюджетированию компаниям предлагается делать акцент на гибком, скользящем бюджетировании (rolling forecast) с ежемесячным обновлением. Подобный инструмент дает возможность компаниям отражать происходящие изменения и быстрее реагировать на них.

В условиях кризисных явлений значительно увеличивается стоимость заемного финансирования, что меняет структуру капитала и соотношение заемных и собственных средств. В качестве рекомендации компаниям предлагается вводить

в финансовую стратегию таргетированные показатели инфляции, которые бы учитывали отраслевую специфику организации, и на их основании осуществлять необходимое инфляционное моделирование. В условиях макроэкономической неопределенности необходимо сокращать периоды между пересмотрами стратегии и использованием на ее основании инструментов привлечения капитала.

Для сохранения оптимальной структуры капитала и снижения расходов на обслуживание долга, компании имеют возможность использовать меры поддержки со стороны государства. Различные институты, такие как Минэкономразвития, Корпорация МСП, а также отраслевые корпорации, позволяют применять в деятельности компаний государственные субсидии, льготные кредиты и т.д.

5) Разработана модель оценки экономической добавленной стоимости, отличающаяся от существующих возможностью ее использования для непубличных компаний, а также включающая альтернативные инструменты финансирования (например, цифровые финансовые активы) в ответ на условия текущей макроэкономической нестабильности.

В ответ на существующую в российской экономике макроэкономическую нестабильность стали появляться и развиваться новые инструменты привлечения капитала. Одним из них являются цифровые финансовые активы (далее – ЦФА) – данный инструмент активно развивается в последние несколько лет. С момента активного становления данного рынка 262 эмитента осуществили 950 выпусков цифровых финансовых активов. В 2024 году был опубликован закон № 45-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации», разрешающий использовать ЦФА для международных расчетов. В связи с возрастающей ролью ЦФА в российской экономике важно иметь возможность оценить, сколько добавленной стоимости компании приносит размещение при использовании данного инструмента. В рамках данного исследования предлагается модель оценки экономической добавленной стоимости для непубличных компаний при использовании ЦФА, представленная на рисунке 3.

В качестве базового в представленной модели предлагается использовать показатель экономической добавленной стоимости. Одним из главных

преимущества данного показателя является возможность его расчета на базе внутренней отчетности компании вне зависимости от каких-либо рыночных показателей.



Источник: составлено автором.

Рисунок 3 – Модель оценки экономической добавленной стоимости для непубличных компаний при использовании ЦФА

В рамках рекомендаций Банка России ключевым целевым индикатором оценки создания акционерной стоимости предлагается использовать показатель совокупной доходности для акционеров (Total Shareholder Return, далее – TSR). Она направлена именно на публичные компании, которые уже торгуются на фондовом рынке. Предложенная в данном исследовании модель может быть

использована для непубличных компаний, при этом она позволяет провести оценку размещения, в том числе с использованием цифровых активов.

III Заключение

В рамках проведенного научного исследования достигнута основная цель диссертационной работы – совершенствование элементов механизма привлечения капитала для российских компаний в текущем состоянии макроэкономической нестабильности.

В результате проведенного анализа процессная схема механизма привлечения капитала дополнена элементами, направленными на оценку внешней среды и ключевых показателей макроэкономической нестабильности, а также на разработку финансовой стратегии компании. Произведена классификация факторов, оказывающих негативное влияние на структуру и стоимость капитала, учитывая текущее состояние макроэкономической нестабильности. Данная классификация разделяет факторы на макроэкономические факторы, факторы монетарной политики и санкционного давления.

Проведенный в рамках текущего научного исследования анализ средневзвешенной стоимости капитала позволил учитывать отраслевую специфику, что может быть применено в практической деятельности компаний при разработке стратегии финансового развития.

В дополнение к этому, учитывая широкое использование крупнейших зарубежных площадок для получения финансирования при первичных публичных размещениях, конкретизировано влияние факторов на объем получаемого капитала, на основании которых организации смогут принимать решения по выбору рынка для осуществления выпуска ценных бумаг.

В связи с возросшей ролью цифровых финансовых активов предложена модель оценки экономической добавленной стоимости непубличных компаний, учитывая использование альтернативных инструментов в условиях текущей макроэкономической нестабильности.

IV Список работ, опубликованных по теме диссертации

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

1. Земков, Н.С. Основные меры укрепления российского рынка привлечения капитала / Н.С. Земков // Инновационное развитие экономики. – 2023. – № 4 (76). – С. 67-75. – ISSN 2223-7984.
2. Земков, Н.С. Альтернативные площадки для осуществления IPO российских компаний / Н.С. Земков, Т.В. Погодина // Инновационное развитие экономики. – 2023. – № 4 (76). – С. 166-174. – ISSN 2223-7984.
3. Земков, Н.С. Привлечение капитала компаниями малого и среднего бизнеса в условиях новой экономической реальности / Н.С. Земков // Инновации и инвестиции. – 2024. – № 5. – С. 237-242. – ISSN 2304-9596.
4. Земков, Н.С. Анализ факторов, влияющих на объем привлеченного капитала в рамках IPO / Н.С. Земков // Вестник Евразийской науки. – 2024. – № 56. Том 16. – ISSN 2588-0101. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://esj.today/PDF/25FAVN624.pdf> (дата обращения: 24.01.2025).
5. Земков, Н.С. Роль цифровых финансовых активов в процессе привлечения капитала российскими компаниями / Н.С. Земков // Экономическое развитие России. – 2025. – № 5. Том 32. – С. 292-297. – ISSN 2306-5001.

Публикации в других научных изданиях:

6. Земков, Н.С. Механизм первичного публичного размещения в условиях макроэкономической нестабильности / Н.С. Земков // Теория и практика управления предпринимательскими структурами в современных условиях : сборник научных трудов II Международной научно-практической конференции ; под общей редакцией В.А. Мордовца. – Санкт-Петербург : Издательство СПбУТУиЭ, 2023. – С. 221-224. – 660 с. – ISBN 978-5-94047-938-3.

7. Земков, Н.С. Альтернативные направления для проведения IPO российскими компаниями в условиях новой экономической реальности / Н.С. Земков // Управленческие науки в современном мире : сборник докладов XI Международной научно-практической конференции. – Санкт-Петербург : Реальная экономика, 2024. – С. 47-49. – 178 с. – ISBN 978-5-9216-0494-0.