

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

ДИССЕРТАЦИЯ
на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель

Погодина Татьяна Витальевна,
доктор экономических наук, профессор

Москва – 2025

Оглавление

Введение.....	4
Глава 1 Привлечение капитала как неотъемлемая часть развития компании.....	13
1.1 Элементы механизма привлечения компаниями капитала на современном этапе развития.....	13
1.2 Основные особенности методов и инструментов привлечения капитала.....	35
1.3 Факторы, оказывающие влияние на объем привлеченного капитала в рамках международного IPO	60
Глава 2 Влияние макроэкономической нестабильности на использование механизма привлечения капитала российскими компаниями.....	72
2.1 Развитие и особенности российского рынка капитала.....	72
2.2 Анализ влияния факторов текущей макроэкономической нестабильности на стоимость и структуру капитала российских компаний и использования методов и инструментов привлечения финансирования.....	80
2.3 Основные меры поддержки и укрепления российского рынка капитала.....	100
Глава 3 Развитие элементов механизма привлечения капитала в условиях новой экономической реальности.....	113
3.1 Модель оценки значимости рыночных факторов, оказывающих влияние на объем привлекаемого капитала в рамках первичных публичных размещений.....	113
3.2 Изменение структуры и стоимости капитала в условиях текущей макроэкономической нестабильности.....	130
3.3 Предложения и рекомендации по совершенствованию элементов механизма привлечения капитала российскими компаниями.....	141

Заключение.....	159
Список литературы.....	164
Приложение А Авторская классификация методов привлечения капитала.....	183
Приложение Б Авторская классификация факторов, оказывающих негативное влияние на структуру и стоимость капитала компаний в условиях текущей макроэкономической нестабильности.....	184
Приложение В Результаты проведенного эконометрического анализа на рынках США, КНР, Индии, Саудовской Аравии, Объединенных Арабских Эмиратов и Российской Федерации, 2008-2014 гг.....	186
Приложение Г Результаты проведенного эконометрического анализа на рынках США, КНР, Индии, Саудовской Аравии, Объединенных Арабских Эмиратов и Российской Федерации, 2015-2022 гг.....	187
Приложение Д Данные по первому дню и по первому месяцу торгов акциями компаний, осуществлявших первичное публичное размещение на российском рынке, 2022-2024 гг.....	188
Приложение Е Данные по текущей цене акций компаний, осуществлявших первичное публичное размещение на российском рынке, и динамика индекса МОЕХ с даты IPO до текущей даты, 2022-2024 гг.....	190
Приложение Ж Результаты расчета экономической добавленной стоимости по размещениям российских эмитентов.....	192

Введение

Актуальность темы исследования. События, произошедшие в 2022 году, стали переломными для российской экономики. 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 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. Диценко, 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. Дашибожко, 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 компаний 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 компаний. 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 ИПО 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 были использованы данные за период с 2004 года до 2024 года. В рамках данного временного отрезка происходили такие определяющие события, как мировой финансовый кризис

2007-2008 годов, пандемия коронавирусной инфекции 2020-2021 годов, санкционное давление на российскую экономику в 2014 году и в особенности начиная с 2022 года. Таким образом, в работе были 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 компании ООО «Ангара Технолоджиз Груп», являющейся системным интегратором и крупнейшим поставщиком решений в области информационной безопасности. В деятельность финансового департамента компании внедрены результаты анализа текущего состояния экономической нестабильности для наиболее эффективного процесса привлечения финансирования. Особое внимание уделено анализу оценки изменения стоимости капитала компаний технологического сектора. Полученные в рамках диссертационного исследования результаты привели к оптимизации

стратегии финансового развития компания исходя из условий текущей экономической нестабильности и возможности использования различных инструментов привлечения капитала. Выводы и основные положения используются в практической работе Финансового департамента компании ООО «Ангара Технолоджиз Груп», ответственного за финансовое планирование, 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.

Глава 1

Привлечение капитала как неотъемлемая часть развития компании

1.1 Элементы механизма привлечения компаниями капитала на современном этапе развития

Любой бизнес начинается с идеи его основателей. Тем не менее, сама по себе разработанная концепция не всегда может привести к успеху. Для реализации инвестиционных проектов, покупки реальных активов, поддержании оборотного капитала на должном уровне, компаниям необходимо привлекать финансирование, которое является неотъемлемой частью развития организации, практически на каждом этапе их жизненного цикла. Подобный процесс организации могут осуществлять с помощью механизма привлечения капитала, который является основным предметом исследования в рамках текущего диссертационного исследования.

Вопросы привлечения капитала начали рассматриваться в экономической науке с развитием человеческого общества. На начальных этапах основными источниками капитала были либо личные накопления, либо использование натурального обмена. Необходимым условием существования механизма привлечения финансирования являлся поиск контрагента для реализации поставленной задачи.

С развитием торговых отношений, возникла необходимость в большем объеме капитала, что определило становление более сложных методов и инструментов. Одним из примеров было появление купеческих гильдий и торговых товариществ, в рамках которых формировался капитал для финансирования торговых коммерческих проектов. В XII–XIII веках в Италии формируются первые банки, которые предоставляли кредиты государству или компаниям для обеспечения торговли. Методы и инструменты привлечения

капитала изменялись и расширялись, вовлекая все большее количество участников.

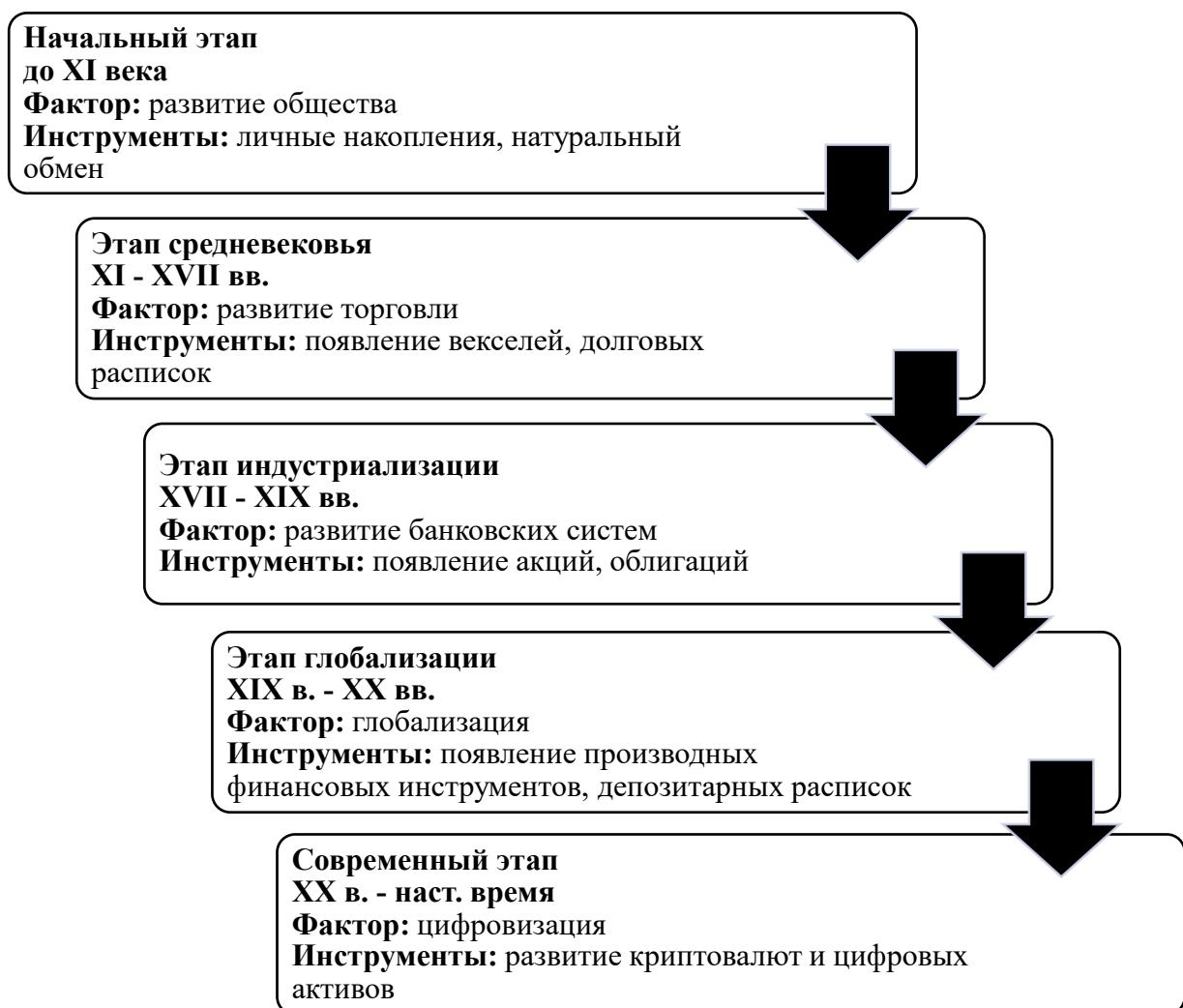
В начале XVII века на фондовой бирже Амстердама Голландская Ост-Индская компания стала первой организацией, которая привлекла капитал путем выпуска акций. Государства стали активно выпускать долговые инструменты, в первую очередь для финансирования войн.

Процессы индустриализации стали важной точкой для последующего изменения и развития механизма привлечения капитала: строительство фабрик, железных дорог требовало большего объема финансирования. Ведущую роль в индустриальной экономике стали играть банки, которые начали выполнять свою посредническую роль, собирая сбережения у населения и выдавая кредитные средства предпринимателям.

Фондовые биржи стали появляться в разных государствах, предоставляя доступ к капиталу большему количеству инвесторов. Процедура получения капитала становилась более формальной, позволяя привлекать его непосредственно через финансовые институты, нивелируя роль личных связей и взаимодействий. Дальнейшее развитие инструментов привлечения капитала связано с глобализацией и появлением транснациональных корпораций. Процессы глобализации позволили компаниям привлекать капитал на зарубежных площадках с помощью использования еврооблигаций и депозитарных расписок. Появление новых инструментов, таких как венчурное финансирование, производные финансовые инструменты, различные формы гибридного финансирования (субординированные кредиты, мезонинное финансирование и пр.), позволило расширить возможности для получения капитала. Развитие мировой финансовой системы обуславливало дальнейшую эволюцию и появление новых инструментов получения финансирования.

Современный этап развития инструментов привлечения капитала характеризуется высоким уровнем цифровизации. Компании имеют возможность осуществлять трансграничные платежи с помощью криптовалют, а также получать финансирование с помощью первичного

размещения монет (Initial Coin Offering, далее – ICO) или цифровых активов. В рамках проведенного исследования автором была представлена классификация эволюции инструментов, представленная на рисунке 1.



Источник: составлено автором.

Рисунок 1 – Авторская классификация этапов развития инструментов как составных элементов механизма привлечения капитала

Для подробного изучения механизма привлечения капитала его исследование предлагается начать с ознакомления с определением данного понятия, его структуры и основных характеристик.

Термин «механизм», который часто используется в экономической литературе, изначально был применим только в технических специальностях и для описания различных материальных объектов, где движение и взаимодействие между элементами подчиняются строгим законам. Переход

данного термина в другие науки связан с именем Георга Вильгельма Фридриха Гегеля, который перевел «механизм» в плоскость философии [97].

В дальнейшем «механизм» в экономической теории рассматривался в различных работах многих ученых. Адам Смит в своих трудах не использовал механизм в чистом виде, однако метафорически определял некий процесс или систему, которая осуществляет регулирование экономики. Таким образом, стало возможно использовать данный термин для описания не только физических, но и абстрактных систем взаимодействия [99].

Важной работой для изучения развития экономического механизма является исследование французского ученого Анри Кульмана «Экономические механизмы». В рамках его основного труда механизм представляется не просто как совокупность методов и инструментов, а в качестве динамической системы взаимосвязанных экономических явлений. В понимании Кульмана механизм позволяет преобразовать некий определенный набор исходных условий в необходимый конечный результат [84]. Механизм при этом обладает объективностью, то есть существует независимо от воли участников и подчиняется основным экономическим законам (закон спроса и предложения и др.). В отличие от равновесия Вальраса одной из особенностей является трансформация механизма, который преобразовывает исходные элементы, к примеру, капитал через процесс производства превращается в доход. Анри Кульман выделяет два основных типа: механизмы открытого типа, которые приводят к качественно новому состоянию и связаны с трансформацией, и механизмы закрытого типа, сохраняющие стабильность и равновесие в системе. В отличие от представителей кейнсианства, которые фокусируются на государственном вмешательстве в экономику, Кульман объясняет объективные процессы, существующие без активного влияния извне. Таким образом, Анри Кульман внес серьезный вклад в развитие понятия «экономический механизм», в частности в его систематизацию [114].

Развитие теории экономических механизмов продолжилось в работах трех нобелевских лауреатов-экономистов 2007 года. Леонид Гурвиц в своих исследованиях рассматривает механизм как формальную структуру правил и процедур, определяющих взаимодействия экономических агентов с целью осуществления необходимого исхода. Автор представляет механизм в качестве определенной игры, в рамках которой действуют домохозяйства, компании и другие экономические агенты — участники, принимающие решения, — а также некий центр, в роли которого выступает рынок или государство, формирующее правила. Основа экономического механизма в исследованиях Гурвица заключается в том, что существует возможность сформировать такие правила, при которых каждый отдельный участник будет действовать в своих собственных интересах, однако это также приводило бы к наиболее эффективному распределению ресурсов. Выбор той стратегии поведения агентов, которая предназначена именно для них, представляет собой концепцию совместимости по стимулам (*incentive compatibility*), которая была введена в экономику Леонидом Гурвицем [114; 119].

В исследованиях Эрика Маскина механизм представляется как институт или процедура для определения и достижения необходимого результата. Конструирование механизма начинается с выявления цели и критериев оценки оптимальности решения, которые зависят от постановки задач. Механизм в его работах представляется как оптимальный, если он достигает максимальной потенциальной выгоды для каждой из взаимодействующих сторон [116].

Роджер Майерсон в своих работах, посвященных теории экономических механизмов, уделяет внимание в первую очередь информационной составляющей. Одним из важных направлений в его исследованиях является концепция асимметричности информации и взаимодействие между различными субъектами [114; 119].

Таким образом, базируясь на ранее представленных исследованиях, автор разработал собственное понятие механизма в экономике. Он может быть

определен как система взаимодействия различных экономических субъектов и взаимосвязей экономических явлений, которые возникают в определенных условиях под воздействием некого стартового импульса.

Говоря о механизме привлечения капитала как об объекте исследования, то следующей его составной частью является капитал. Данное понятие также претерпевало определенные изменения с развитием экономической теории, эволюционируя от описания физических активов до более сложных форм и классификаций. В работах большинства экономистов классической теории капитал был синонимом богатства: подобное определение было предложено в работах Томаса Мальтуса и Ирвинга Фишера. Адам Смит, являющийся одним из ведущих представителей классической экономики, рассматривал капитал как запас, используемый в процессе производства.

Альфред Маршал стал одним из первых экономистов, расширившим понятие «капитал», который ранее отождествлялся с физическими активами и богатством, включив в него также человеческий капитал. Маршал принципиально различает вещественный капитал и те его виды, которые инвестируются в обучение, знания и развитие работников. Развитие данного термина с добавлением человеческого капитала продолжилось в работах Теодора Шульца, лауреата Нобелевской премии 1979 года. В исследовании Мамонтова Д.Д. и Меляковой Е.В. дается подробное описание основных положений теории Шульца. В первую очередь, подчеркивается важный вклад человеческого капитала в производительность труда. Кроме этого, подобный вид встает в один ряд с физическим капиталом, так как он также требует инвестиций и приносит доход от его использования [110]. В работе Лосевой О.В. и Абдиева Н.М. концепция развития капитала дополняется человеческим интеллектуальным капиталом. Согласно их исследованию, человеческий интеллектуальный капитал совмещает в себе интеллектуально-аттестационные характеристики человеческого капитала и формализованные результаты своей интеллектуальной деятельности, которые

включаются в организационный и рыночный интеллектуальный капитал. По мнению авторов, грамотное управление интеллектуальным капиталом компании повышает ее конкурентоспособность, особенно в условиях цифровой экономики [109].

Капитал в XXI веке в первую очередь характеризуется высоким уровнем мобильности ввиду большей транспарентности и возросшей ролью глобализации. В связи с развитием информационных технологий выделяются два новых вида капитала: социальный, включающий в себя репутацию, доверие и благонадежность, и информационный, являющийся одним из самых быстрорастущих в настоящее время. Одной из основных работ в последние годы стал труд французского экономиста Тома Пикетти под названием «Капитал в XXI веке». Важной идеей его исследования становится неравенство, которое порождается капиталом: на протяжении 250 лет уровень доходности капитала превышает темпы экономического роста [5].

Исходя из проведенного исследования понятие «капитал» можно определить как совокупность ресурсов, используемых для производства товаров и услуг, увеличения стоимости компании, получения прибыли.

Существует большое количество классификаций капитала, одной из которых является разделение в зависимости от принадлежности. В рамках данного вида можно выделить собственный капитал и заемный капитал. В зависимости от формы существования капитал может быть разделен на физический (реальный), финансовый и нематериальный. Следующей классификацией является выделение первоначального капитала и накопленного капитала, что представляет собой разделение по источнику происхождения. В рамках проводимого диссертационного исследования автором будет рассматриваться собственный и заемный капитал компании, а также финансовый капитал.

Как было сказано ранее, на основании проведенного исследования было выявлено, что механизм представляет собой определенного рода систему, которая включает в себя различные составные элементы.

Для дальнейшего анализа автором предлагается отдельно рассмотреть элементы механизма привлечения капитала и их взаимосвязи между собой.

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

Первой группой для изучения являются субъекты механизма привлечения капитала. Ниже представлены четыре основные группы, на которые предлагается их разделить:

- сторона, привлекающая капитал;
- сторона, предоставляющая капитал;
- посредники;
- регулирующие органы.

Рассмотрим отдельно каждую из предлагаемых групп. Стороной, привлекающей капитал, может являться любая компания вне зависимости от ее размера, сферы деятельности или организационно-правовой формы. Данные субъекты формируют спрос на капитал, который им необходим для финансирования инвестиционных проектов и реализации поставленных задач.

Следующей группой выступает сторона, предоставляющая капитал. Ими могут являться различные физические лица в качестве частных инвесторов, бизнес-ангелов, либо юридические лица, представленные в виде банков, микрофинансовых организаций, лизинговых компаний, венчурных и инвестиционных фондов, институциональных инвесторов, государственных и частных институтов развития.

Посредники представляют собой третью группу субъектов в рамках механизма привлечения капитала. Их основной задачей является помочь в реализации сделки. Посредники, в качестве которых могут выступать инвестиционные банки или специализированные финансовые консультанты, осуществляют финансово-консультационную функцию и юридическое сопровождение. Их роль заключается в проведении анализа потребности

организации в капитале, подбора оптимального метода и инструмента привлечения капитала, а также подготовку необходимых юридических документов. Стоит также отметить, что правовое сопровождение сделок может быть обеспечено отдельной юридической фирмой.

При усложнении инструментов привлечения капитала увеличивается как количество посредников, так и задачи, которые им необходимо выполнять. В том случае, если компании планируют выпуск ценных бумаг на фондовой бирже, важную роль начинают играть андеррайтеры, которыми выступают крупные инвестиционные банки. Они осуществляют подготовку и сопровождение всего размещения, проводят необходимые маркетинговые мероприятия для инвесторов. Привлечение подобных посредников повышает доверие инвесторов к размещению и позволяет провести его наиболее эффективно. В последующих главах данной диссертационной работы роль и задачи андеррайтеров будут рассмотрены более подробно.

Следующей группой посредников, которую предлагается учесть в качестве субъектов механизма привлечения капитала, выступают расчетные и клиринговые организации, которые осуществляют регистрацию выпусков ценных бумаг, их централизованное хранение и учет, а также обеспечивают расчеты между участниками. В их числе можно выделить фондовые биржи, клиринговые центры, депозитарии.

Последней группой, которую предлагается рассмотреть в рамках проводимого исследования субъектов механизма привлечения капитала, являются регулирующие органы. Основная их задача заключается в создании правил и законодательной базы для рынка и осуществлении надзора над его участниками. В Российской Федерации в качестве подобных организаций могут выступать Банк России, Федеральная налоговая служба, Министерство экономического развития и другие государственные органы.

Продолжая исследование механизма привлечения капитала и его структурных элементов, важно отметить, что его основными структурными

частями являются методы и инструменты, которые и предлагается рассмотреть дальше.

Метод представляет собой более широкое понятие, чем инструмент. В работе Газизовой Р.А. под методом финансирования проекта выступает способ привлечения инвестиционных ресурсов в целях обеспечения финансовой реализуемости проекта. По мнению автора, метод может быть определен как совокупность действий и инструментов, которые позволяют достичь цели привлечения необходимого объема финансирования для реализации поставленных проектов [81].

В финансовой системе для проведения операций по перемещению денежных средств используются финансовые инструменты. Существует большое количество различных инструментов привлечения капитала, которые компании могут использовать для выполнения проектов и достижения поставленных целей.

Международные стандарты бухгалтерского учета (International Accounting Standards, далее – IAS) определяют финансовый инструмент как договор или контракт, при заключении которого возникает финансовый актив у одного предприятия и финансовое обязательство или долевой инструмент у другого. Согласно IAS 32, инструменты включают как первичные (дебиторская и кредиторская задолженность, долевые инструменты), так и производные (финансовые опционы, фьючерсные и форвардные договоры, процентные и валютные свопы) [14]. В статье Т.А. Терещенко и И.В. Балашова финансовые инструменты представляются как активы, которые могут быть куплены или проданы и обеспечивающие эффективное перераспределение капитала [74].

Еще одним структурным элементом механизма привлечения капитала, как было обозначено ранее, является нормативная база. Несомненно, она зависит от метода или инструмента, используемого компанией для привлечения финансирования. В случае долгового финансирования, в частности, привлечения кредитных средств, формируется необходимая

нормативная база для лицензирования кредиторов, пруденциальные нормы, режимы расчетов в иностранной валюте, налогообложение и пр.

С учетом особой сложности и вовлечения большого количества сторон, процесс выпуска ценных бумаг и последующие операции с ними подлежат более серьезному регулированию. Помимо формирования требований к регистрации и самому размещению, контролю со стороны компетентных органов подлежит также деятельность профессиональных участников рынка ценных бумаг, включающих в себя брокеров, дилеров, инвестиционные фонды и других, инсайдерская торговля или манипулирование ценой, проведение процедур юридической проверки контрагентов, клиринговые операции.

Проектное финансирование как метод привлечения капитала также обладает своей нормативной базой. В частности, в условиях работы на базе государственно-частного партнерства (далее – ГЧП) формируется порядок конкурсных процедур, оформляются необходимые соглашения, которые, среди прочего, могут устанавливать тарифную политику и определенные гарантии государства.

Необходимая нормативная база также формируется и в рамках самой компании для корректного осуществления процесса привлечения финансирования. В рамках устава или внутренних положений организаций закрепляются права акционеров, дивидендная политика, вопросы выкупа или допэмиссии ценных бумаг.

Следующим структурным элементом, представленным в данной работе, являются этапы реализации механизма привлечения капитала. Рассматривая его становление стоит отметить, что изначально он состоял из двух основных этапов: определение потребности в финансировании и осуществление накоплений или обмена. Несомненно, в процессе развития общества и финансовой системы, данная процедура становилась все более комплексной.

Процесс использования механизма привлечения капитала организацией для получения заемных средств рассматривается в работе

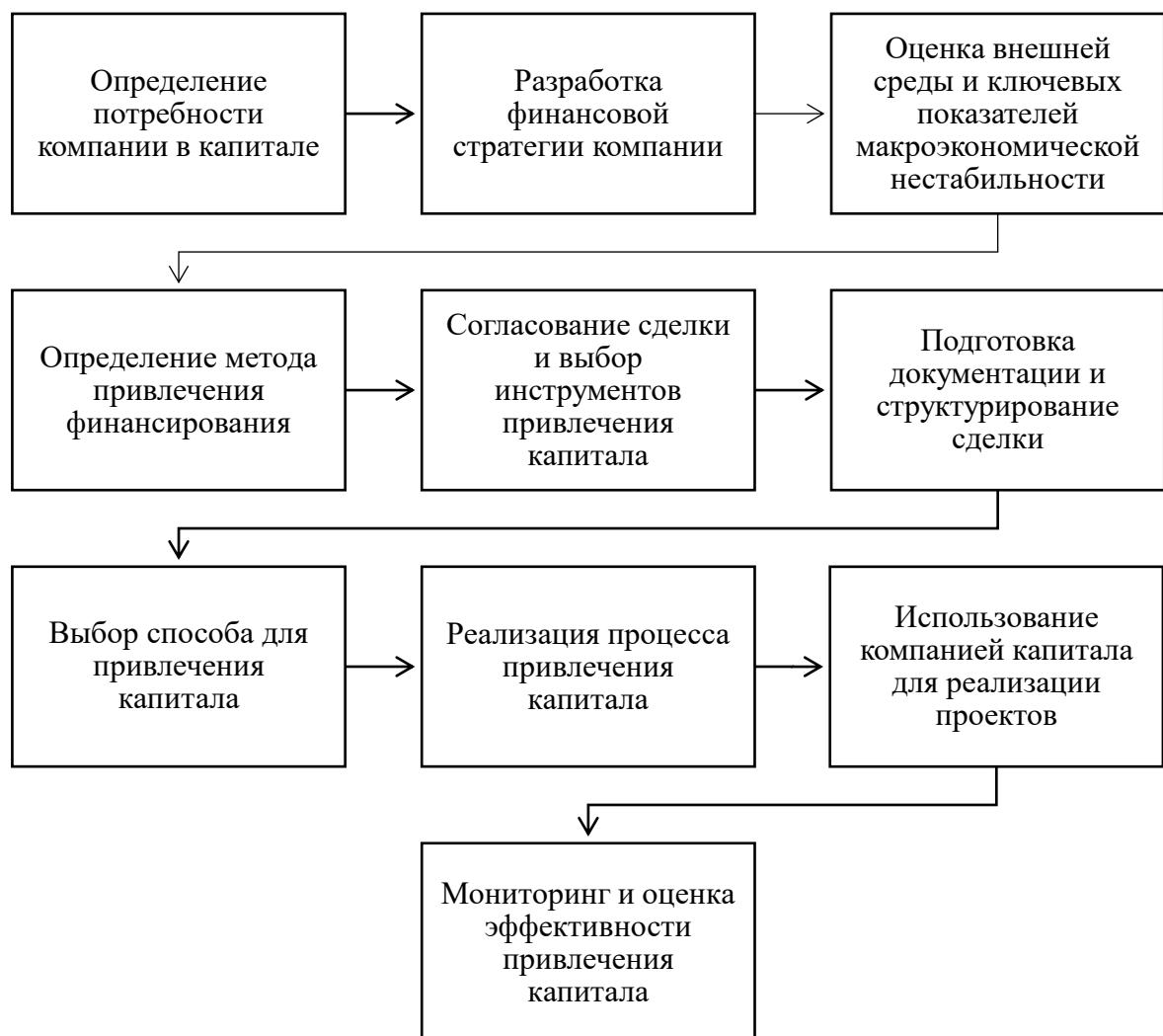
Д.А. Никитина. Согласно его исследованию, процесс привлечения предприятием заемных средств включает в себя следующие этапы:

- 1) анализ привлечения и использования заемных средств в предшествующем периоде;
- 2) определение целей привлечения заемных средств в предстоящем периоде;
- 3) определение предельного объема привлечения заемных средств;
- 4) оценка стоимости привлечения заемного капитала из различных источников;
- 5) определение соотношения объема заемных средств, привлекаемых на кратко- и долгосрочной основе;
- 6) определение форм привлечения заемных средств;
- 7) определение состава основных кредиторов;
- 8) формирование эффективных условий привлечения кредиторов;
- 9) обеспечение эффективного использования привлеченных кредиторов;
- 10) обеспечение своевременных расчетов по кредитам [112].

В работе Аникеевой А.А. и Чернолецкой А.К. рассматривается механизм привлечения инвестиционных ресурсов в период кризисных явлений в экономике, в частности, в условиях пандемии COVID-19. Авторами было выявлено, что такой метод, как проектное финансирование, может быть наиболее оптимальным в период кризисов. Благодаря его использованию компания-инициатор имеет возможность сохранять текущий уровень финансовой устойчивости и независимости, так как проект выполняется на базе отдельного юридического лица. Кроме того, при реализации проектов ГЧП возможно получение государственной поддержки, что также оказывает значительную помощь в условиях нестабильности [72].

На рисунке 2 продемонстрирована процессная схема современного механизма привлечения компаниями капитала. При выборе метода и инструмента привлечения капитала, компаниям важно учитывать, находится ли экономика в состоянии кризиса. Из-за состояния экономической

нестабильности меняются основные параметры привлечения капитала – стоимость, структура и срок, на который финансирование требуется и на который оно может быть получено. В отличие от изученных работ, в процессную схему современного механизма привлечения капитала автором предлагается добавить несколько элементов, в число которых входит разработка финансовой стратегии компании, этап оценки внешней среды и ключевых показателей макроэкономической нестабильности, на основании которого будет принято решение об использовании того или иного метода и инструмента получения финансирования и о реализации дальнейших шагов при привлечении капитала.



Источник: составлено автором.

Рисунок 2 – Процессная схема современного механизма привлечения компаниями капитала

Таким образом, на основании анализа, проведенного автором, сам по себе 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 связи с тем, что кризисные проявления оказывают серьезное влияние на структуру и стоимость капитала компаний, необходимо определить, что представляет из себя состояние макроэкономической нестабильности и финансового кризиса. Периоды нестабильности и дисбаланса возможны для экономики каждого государства и всей финансовой системы в целом в связи с экономическими циклами. Колебания экономики являются естественными процессами, однако в случае резкого перехода между фазами циклами возможна потеря стабильности. При этом говоря о том, что подобная ситуация является отклонением от стабильного уровня, необходимо дать определение подобного состояния.

Макроэкономическую стабильность можно определить как состояние поступательного развития экономики, которое позволяет обеспечить достижение устойчивого экономического роста, низкий уровень безработицы, а также стабильный уровень цен и отсутствие высокой инфляции на определенном временном отрезке. В своем научном исследовании Н.К. Вощикова соотносит понятие макроэкономической стабильности с концепцией общего экономического равновесия (далее – ОЭР), разработанную Леоном Вальрасом. В ее рамках экономические субъекты принимают решения и действуют исходя из целей максимизации полезности и прибыли. Сам же рынок, который представляется как децентрализованный механизм взаимодействия частных экономических субъектов, приходит к состоянию общего равновесия через равновесие всех участников рынка. При этом, согласно Вальрасу, роль государства сводится к невмешательству в экономику, отдавая предпочтение эффективности рыночного механизма. В то

же время, подчеркивается важность прозрачности и своевременности информированности экономических агентов.

Несомненно, подобная концепция является достаточно экстремальной, в то время как большинством экономистов, например, Дж. М. Кейнсом, допускаются определенные отклонения от равновесного значения – в частности, концепция вынужденной безработицы [80].

Исходя из вышесказанного, макроэкономическая нестабильность может быть определена как состояние экономики, которое характеризуется колебаниями и дисбалансами в ключевых макроэкономических показателях, при которых нарушается ее равновесие. Появление нестабильности возможно при наступлении нескольких сценариев. Одним из них являются, например, стадии экономического цикла, которые присущи абсолютно всем странам с рыночной экономикой. Рассматривая нестабильность в разрезе подобной концепции, наступление финансового кризиса и нестабильности в экономике обусловлено закономерным развитием финансовой системы и внутренних процессов, происходящих в ней. Понимая природу циклов и корректно оценивая, на какой стадии на данный момент находится экономика, регуляторы и экономические агенты имеют возможность принимать верные решения относительно антикризисной политики, что поможет сгладить последствия наступившего финансового кризиса.

Теория экономических циклов рассматривалась в работах классической школы, в частности, Адамом Смитом и Давидом Рикардо. Согласно их исследованиям, экономика стремится к общему равновесию путем саморегулирования без необходимости государственного вмешательства. Кризисные явления представляют собой временные сбои, вызванные, в первую очередь, внешними шоками, такими как войны, природные катаклизмы и прочие.

Противоположные взгляды были рассмотрены в работах представителей кейнсианской теории. В их исследованиях основной причиной смены стадий цикла является изменение в совокупном спросе. Снижение

данного показателя оказывает влияние на потребление и инвестиции населения, а также на рост безработицы. Несмотря на то, что кризисные явления представляют собой объективные процессы экономики, их смягчение возможно путем применения государственной монетарной или фискальной политик.

Монетаристская теория, основным представителем которой был Милтон Фридман, объясняет колебания в экономике ошибками в денежно-кредитной политике. Приоритетом для наблюдения становится объем денежной массы в экономике, стабильный рост которой позволит минимизировать кризисные явления при незначительном государственном вмешательстве.

Помимо рассмотрения причин кризисных явлений и последствий их минимизации, разными экономистами была предложена классификация экономических циклов в зависимости от их продолжительности. Короткие циклы были рассмотрены в работах Джозефа Китчина. В своих работах в первой половине XX века он определил, что краткосрочные колебания вызваны в первую очередь изменением запасов. Французский экономист Клеман Жюгляр выделял среднесрочные циклы сроком от 7 до 11 лет. В дополнение к кризису перепроизводства он добавлял влияние банковского кредитования и инвестиционной активности. На фазе оживления растет спрос на банковское кредитование, что приводит к росту инвестиционной активности. В то же время это приводит к перегреву экономики, дальнейшему спаду в связи с удорожанием кредитных средств и снижению инвестиций. Долгосрочные же экономические циклы рассматривались в работах Саймона Кузнецца (15-25 лет) и Николая Кондратьева (40-60 лет) [101].

В дополнение к рассмотренным аспектам, нестабильность может быть обусловлена различными внешними шоками, политическими потрясениями или мировыми финансовыми кризисами. Подобные явления могут пошатнуть равновесие финансовой системы даже при фазе подъема.

Рассмотрев возможности для наступления состояния макроэкономической нестабильности, важно также определить основные количественные индикаторы, которые должны оцениваться со стороны экономических агентов. Одним из важнейших показателей выступает инфляция [103]. Устанавливая целевые значения и регулярно публикуя необходимую статистическую информацию, Центральный банк имеет возможность воздействовать на инфляционные ожидания экономических агентов. При определении существования состояния макроэкономической нестабильности важно обращать внимание именно на серьезные колебания данного показателя.

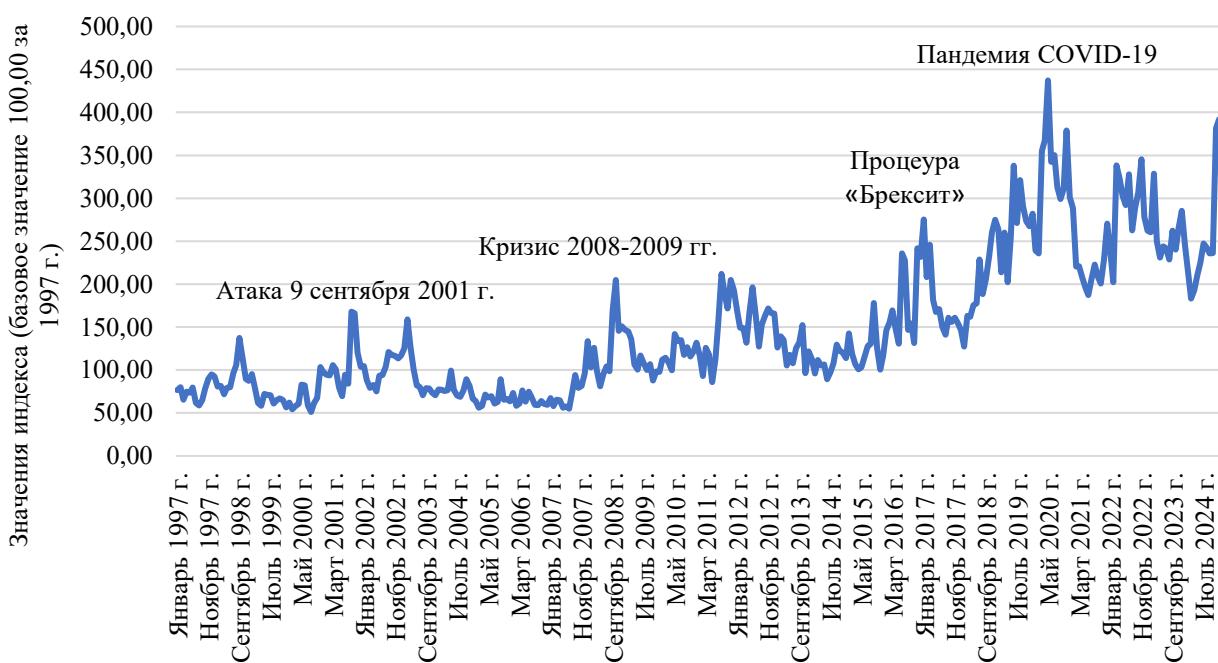
Еще одним индикатором, который может свидетельствовать о состоянии макроэкономической нестабильности, предлагается выделить колебания курса национальной валюты. Девальвация оказала серьезное влияние на российскую экономику в 2022 году. С учетом высокой доли импорта в валовом внутреннем продукте (далее – ВВП) Российской Федерации (по данным Федеральной службы государственной статистики, в 2021 году она составляла более 20%) колебания рубля привели к значительному росту цен и инфляции [41]. Помимо экономических последствий, одним из эффектов нестабильности национальной валюты становится снижение доверия населения и экономических агентов к российской экономике, а также росту неопределенности.

Безработица также рассматривается участниками как один из индикаторов для определения состояния экономики. Важно отметить, что сигналом нестабильности может быть как рост безработицы, так и ее аномально низкие уровни. В последнем случае это может свидетельствовать о перегреве экономики и росту инфляции, что является одним из факторов для сохранения высоких уровней номинальной и реальной ключевой ставки. Экономические агенты должны отслеживать, как сильно текущий уровень безработицы отклоняется от «естественног». Как было сказано ранее, именно

значительные колебания того или иного показателя свидетельствуют о существующей в экономике нестабильности [115].

Резкие изменения валового внутреннего продукта также могут свидетельствовать о состоянии макроэкономической нестабильности в экономике. В качестве показателя для оценки изменений предлагается использовать индекс физического объема ВВП, который демонстрирует производство товаров и услуг в экономике при условии сопоставимости цен. Подобный показатель позволяет исключить из анализа инфляцию и оценить реальное состояние производства в экономике. Сильные колебания данного индекса демонстрируют нестабильность и быструю сменяемость фаз экономического цикла.

Экономическая нестабильность является объектом исследований уже много лет, при этом участникам рынка важно уметь вовремя определять сложившуюся ситуацию для принятия взвешенных решений. Одним из показателей, позволяющих отслеживать состояние нестабильности, является Индекс неопределенности экономической политики (Economic Policy Uncertainty Index, далее – EPU), значения которого представлены на рисунке 3.



Источник: составлено автором по материалам Statista [66].
Рисунок 3 – Индекс неопределенности экономической политики

Данный индекс формируется на основании объема новостных сообщений в крупнейших мировых изданиях, в которых упоминаются такие индикаторы, как экономика, неопределенность, нестабильность и государственная политика. Базой для индекса является значение за 1997 год.

Подобный индекс представляет собой наглядную демонстрацию для экономических агентов и участников экономики, благодаря которой возможно принимать те или иные решения или осуществлять прогнозирование. Высокий индекс свидетельствует о росте волатильности на финансовых рынках, снижением потребления и инвестиционной активности. На приведенном выше рисунке также отражены самые значительные колебания данного индекса с даты начала наблюдений, такие как мировой финансовый кризис 2007-2008 годов, а также пандемия коронавируса в 2019-2020 годах.

Понятие макроэкономической нестабильности и дисбалансов также неразрывно связано с финансовыми кризисами, которые неизбежно происходят в любых экономиках, независимо от их размеров. Финансовый кризис — одна из форм проявления нестабильности, которая выражается в её наиболее экстремальных проявлениях. В работе В.В. Глазкова, термин «финансовый кризис» определяется как состояние экономики государства, в котором существуют препятствия для выполнения возложенных на нее функций и задач по причине дисбалансов и потери необходимых ресурсов [83].

Важно отметить, что кризисные процессы могут наступить как в отдельных секторах экономики, так и в рамках всей финансовой системы. В свою очередь, финансовый кризис можно подразделить на такие подвиды, как валютный кризис, банковский кризис, международный финансовый кризис и прочие [78]. В работе Гурвича Е.Т. представлено разделение финансовых кризисов на банковские, валютные, долговые, а также кризисы платежного баланса [85].

В 1857-1858 годах произошел финансовый кризис, который принято считать первым мировым. Спекуляции на акциях железных дорог и расширение объемов банковского кредитования без осуществления должной проверки заемщиков привели к закрытию большого количества американских институтов, первым из которых стала компания Ohio Life Insurance and Trust Company. В связи с паникой и падением фондового рынка организации были более не в состоянии выполнять свои обязательства. Большие вложения иностранных инвесторов, в частности, из США, Франции и других европейских стран, в акции железнодорожных компаний превратили данный кризис в международный. Частные инвесторы начали массово выводить капитал из США. В условиях отсутствия спроса и значительного падения стоимости ценных бумаг выход на фондовую биржу стал фактически невозможен. Аналогичная ситуация произошла и в банковском секторе: изъятие вкладов и возросшее количество дефолтов ограничило возможность получения заемного капитала. Средства выдавались под залог после серьезных проверок. Решением подобной нестабильности стало добавление ликвидности в экономику путем эмиссии дополнительной денежной массы, которая на тот момент не была в достаточной мере обеспечена золотом [108].

Наиболее известным мировым финансовым кризисом является Великая депрессия 1929-1933 годов. Перенасыщение и перегрев американского рынка, неправильные действия финансовых регуляторов, нехватка денежной массы ввиду действовавшего в то время Золотого стандарта – все это является причинами наступления данного финансового кризиса. Великая депрессия обладала несколькими ключевыми проявлениями. В первую очередь значительно сократился валовой национальный продукт – с 204 миллиардов долларов США в 1929 году до 141 миллиарда долларов США в 1933 году. Численность безработного населения увеличилась с 1,5 миллиона человек в 1929 году до почти 13 миллионов в 1933 году. Объем инвестиций в экономике страны за аналогичный период снизился с 16 миллиардов долларов США до менее чем 1 миллиарда долларов США.

Механизм привлечения капитала претерпел серьезные изменения в период данного финансового кризиса. Одним из основных последствий стало снижение доверия к банковской системе, что привело к оттоку вкладов и последующему закрытию большого количества финансовых учреждений. Кроме того, ввиду падения фондового рынка и всеобщей панике, привлечения капитала с помощью эмиссии акций или облигаций также стало невозможным для большинства компаний [85].

Одним из важнейших шагов по восстановлению финансовой системы США стало создание Федеральной корпорации страхования вкладов (Federal Deposit Insurance Corporation, далее – FDIC), которая позволила повысить доверие экономических агентов к финансовой системе и восстановить банковскую отрасль. Кроме этого, в 1933 году был принят закон Гласса-Стиголла, предполагавший разделение коммерческих и инвестиционных банков для снижения рисков [117].

Для последующего восстановления фондового рынка, в 1934 году была создана Комиссия по ценным бумагам (U.S. Securities and Exchange commission, далее – SEC), которая ужесточила регулирование фондового рынка и сделало его более прозрачным для эмитентов.

Финансовые кризисы могут быть вызваны как внутренними причинами и дисбалансами в экономике, так и внешними шоками. В последние 100 лет в связи с глобализацией и более тесными экономическими, политическими и информационными связями, современные кризисные явления все больше приобретают международный характер. Согласно исследованию Гурвича Е.Т., в 2009 году, во время одного из крупнейших мировых финансовых кризисов, спад произошел примерно в половине из 85 крупных и средних мировых экономик государств, доля которых в мировом ВВП составляла не менее 0,1%. Кроме этого, арсенал противодействия кризисным явлениям расширяется с каждым годом [85].

Состояние макроэкономической нестабильности, несомненно, оказывает серьезное влияние на экономических агентов. Использование

инструментов привлечения капитала и расширение их применения предоставляет возможность сохранить инвестиционную программу организации на прежнем уровне или с незначительным сокращением. В то же время любое проявление нестабильности в экономике оказывает значительное влияние на инструменты привлечения капитала. Повышение инфляции вынуждает Центральный банк увеличивать ключевую ставку, которая выступает определенным барьером для банковского кредитования и выпуска облигаций участниками финансового рынка. Кроме того, повышенные риски и осторожность финансовых институтов также вынуждают кредиторов требовать более высокую доходность. Традиционные инструменты, такие как государственные облигации, драгоценные металлы, валюты развитых стран, являющиеся достаточно популярными и в период равновесия, начинают играть все большую роль во времена нестабильности. В связи с этим, значительно снижаются объемы венчурного инвестирования, что оказывает особенно тяжелое влияние на предприятия малого и среднего бизнеса. Помимо этого, может затрудняться доступ на рынок привлечения капитала компаний с низким кредитным рейтингом, а также из инновационных отраслей экономики.

Организации практически на каждом этапе своего жизненного цикла осуществляют привлечение финансирования для выполнения своих задач. Организовать подобный процесс возможно с помощью механизма привлечения капитала, который может быть определен как совокупность методов и инструментов, с помощью которых компании имеют возможность получать финансовые ресурсы для развития своей деятельности, осуществления инвестиций или реализации проектов. С учетом кризисных проявлений элементы механизма были дополнены системной оценкой внешней среды и идентификацией ключевых индикаторов макроэкономической нестабильности, выбором способа привлечения капитала, а также разработкой и оптимизацией финансовой стратегии компаний.

1.2 Основные особенности методов и инструментов привлечения капитала

Рассмотрев общее определение механизма привлечения капитала, необходимо уделить внимание его составляющим, в качестве которых, в частности, выступают методы и инструменты. Как уже было сказано ранее, методы представляют собой совокупность инструментов, с помощью которых компании имеют возможность достигать поставленных целей. Понимание особенностей их использования необходимо учитывать при разработке и оптимизации финансовой стратегии компании.

Приложение А демонстрирует классификацию методов и инструментов привлечения капитала. В качестве методов автором рассматриваются долевое финансирование, долговое финансирование, самофинансирование, проектное финансирование и государственное финансирование.

В соответствие с иерархической теории структуры капитала, начать исследование предлагается с самофинансирования, так как компании в первую очередь предпочитают прибегать к внутренним источникам финансирования прежде, чем переходить к использованию внешних.

Первыми и наиболее доступными способами финансирования являются собственный капитал или средства родственников / друзей. Несомненно, они являются одними из основных инструментов для начальных этапов развития компаний. Согласно опросу международной консалтинговой компании PWC и журнала Forbes, проведенному среди 750 предпринимателей за период с 26 июля по 7 августа 2023 года, общий процент использования собственных средств или финансовых друзей и родственников составляет около 37% [48]. Более подробно данный инструмент рассматривается в работе китайского экономиста Абасси В.А., который определяет его в качестве надежного источника финансирования для малых организаций [120].

Реинвестирование прибыли представляет собой следующий инструмент самофинансирования организаций. Компания имеет возможность не распределять полученную прибыль в качестве дивидендов (всю или лишь ее часть), а направить на дальнейшее развитие бизнеса. В числе потенциальных направлений ее использования можно выделить финансирование инвестиционных проектов, модернизация или обновление оборудования, научно-исследовательские и опытно-конструкторские разработки (далее – НИОКР), увеличение оборотного капитала, обучение и развитие персонала и прочие. Использование внутренних источников финансирования компании позволяет снизить долговую нагрузку, а также возможность направлять средства на реализацию проектов без пристального надзора со стороны кредиторов. Несомненно, важным аспектом является эффективность использования внутренних ресурсов для максимизации капитализации организации.

Одним из способов получения финансирования можно также выделить сокращение или перенос выплаты дивидендов. Несомненно, подобный метод может быть использован теми компаниями, которые активно и регулярно выплачивают дивиденды акционерам. С помощью невыплаты дивидендов компании имеют возможность высвободить часть финансовых ресурсов и направить их на необходимые инвестиционные цели. Кроме того, использование подобного инструмента является менее дорогостоящим в сравнении с выпуском облигаций или поиском заемного финансирования. Тем не менее, сокращение дивидендов, являющихся доходами инвесторов эмитента, может снизить стоимость акций и сократить рыночную капитализацию компании [87].

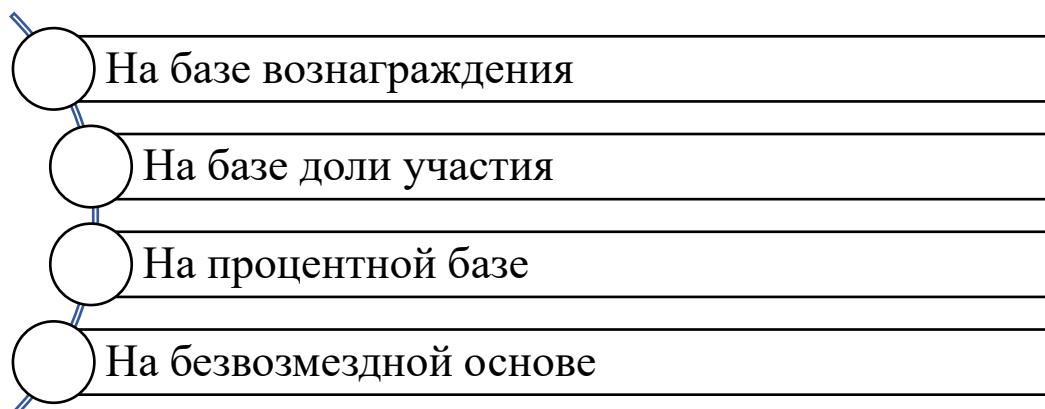
Возвращаясь к иерархической структуре капитала, при выборе между долговым и долевым финансированием, компании предпочтут использование первого метода. «Принципы корпоративных финансов» Ричарда Брейли и Стюарта Майерса основным фактором подобного распределения называют асимметричность информации, при которой организации склонны к

использованию заемного финансирования вместо выпуска акций ввиду потенциальной недооценки компании со стороны инвесторов [3].

Отдельное внимание предлагается уделить такому инструменту, как краудфандинг, так как его разновидности могут относиться как к долговому, так и к долевому методу финансирования.

Краудфандинг используется для получения финансирования в основном компаниями малого и среднего предпринимательства (далее – МСП). Согласно обзору данного инструмента, проведенного британскими экономистами Ханной Форбс и Дирком Шайфером, краудфандинг можно определить как процесс, позволяющий привлечь средства для всего бизнеса или для отдельно взятого проекта путем получения капитала от большого количества инвесторов, которыми в основном являются частные лица [124].

В рамках данного процесса поиск инвестиций осуществляется с помощью специализированных онлайн-платформ. Краудфандинг может быть осуществлен в четырех основных видах, которые указаны на рисунке 4. Краудфандинг на базе вознаграждения подразумевает, что инвесторы могут получать определенные скидки, товары или услуги в обмен на средства, которые они вложили в продукт или организацию.



Источник: составлено автором по материалам [124].

Рисунок 4 – Классификация видов краудфандинга

Вторым типом является вознаграждения для инвесторов на базе доли участия, который также можно определить как «краудинвестинг».

Финансируя проект, они имеют право на получение доли собственности в компании. Получение финансирования на процентной базе представляет собой форму долгового краудфандинга или «краудлэндинга», при котором инвесторы получают проценты на вложенные средства. Последним типом выступает краудфандинг на безвозмездной основе.

Переходя к долговому финансированию, следует начать с привлечения кредитных средств. Получение кредита является достаточно быстрым способом привлечения финансирования для дальнейшего развития компании, и каждая организация так или иначе старается прибегать к использованию данного метода. Стоит отметить, что при кредитовании компания-заемщик не лишается права владения компанией или какой-либо ее частью, что является преимуществом в сравнении с некоторыми другими способами привлечения финансирования, о которых речь пойдет дальше. Кроме того, сам по себе процесс кредитования достаточно устойчив к экономическим потрясениям, в связи с чем он остается более привлекательным в сравнении с другими инструментами, в частности, с размещением облигаций. При этом стоит отметить, что кредитование как инструмент привлечения капитала также имеет определенное отраслевое разграничение. Таблица 1 демонстрирует распределение кредитных средств между отраслями российской экономики в период с 2016 года по 2024 год.

Как можно увидеть, снижение объема заемного финансирования также выявлено в сфере обрабатывающего производства – с 2016 года данный показатель уменьшился в два раза. Уменьшение значений также произошло в производстве и распределении электроэнергии, газа и воды. Значительный рост кредитования был определен в сфере операций с недвижимым имуществом.

Тем не менее, данный метод имеет определенные недостатки, которые стимулируют компании на поиск альтернативных источников средств. В первую очередь, высокий объем долгового финансирования уменьшает

экономическую стабильность организации, что может привести к неблагоприятным последствиям.

Таблица 1 – Отраслевое распределение кредитных средств в российской экономике
В процентах

Отрасли	2018 г.	2019 г.	2020 г.	2021 г.	2022 г.	2023 г.	2024 г.
Добыча полезных ископаемых	4,16	1,10	2,15	2,15	4,72	3,92	1,99
Обрабатывающие производства	15,18	14,20	16,14	17,66	18,58	22,10	11,68
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	4,60	2,01	2,85	2,44	1,84	1,93	0,91
Сельское и лесное хозяйство	2,94	2,25	2,42	2,55	3,03	3,01	1,76
Строительство	3,80	2,57	3,32	4,48	5,35	6,35	4,93
Транспорт и связь	5,48	3,87	4,94	4,43	5,56	7,03	5,88
Торговля и ремонт	21,93	18,79	19,05	20,03	19,75	26,03	17,78
Операции с недвижимым имуществом	5,66	4,43	6,91	10,26	10,47	15,22	10,48
Прочее	20,11	35,61	48,62	69,5	30,43	36,38	21,63

Источник: составлено автором по материалам Банка России [18; 75].

В дополнение к этому, кредитование, привлеченное в больших размерах, не всегда может быть доступно для компаний, особенно для организаций малого и среднего предпринимательства. Кредитные организации неохотно могут предоставлять финансирование компаниям без хорошей кредитной истории или бизнес которых превышает допустимый уровень риска. Более того, для подобных компаний повышение процентной ставки по кредиту или определенные сложности в ведении бизнеса могут привести к невозможности выплаты долга. В связи с определенными недостатками кредитования как способа финансирования деятельность организаций, компании имеют возможность рассматривать также прочие инструменты привлечения капитала, которыми являются выпуск облигаций.

В рамках использования данного инструмента полностью сохраняется собственность и контроль над организацией, что позволяет увеличить объем привлеченного капитала и практически нивелировать ограничения на количество проводимых выпусков. Кроме того, выпуск облигаций дает организации большую свободу в отличие от банковского кредитования. Объем кредита может быть ограничен кредитоспособностью заемщика, а также размером залога – при размещении облигаций стоимость привлеченного капитала определяется ситуацией на финансовом рынке и состоянием эмитента. Дополнительно, выпуск облигаций позволяет привлечь средства на более долгий срок, чем в рамках обычного процесса банковского кредитования.

Необходимо также отметить различные типы облигаций, которые могут выпускаться для привлечения средств. Одним из наиболее защищенных типов активов являются государственные облигации, эмитентом которых, как видно из названия, выступает государство. Низкий уровень риска вложений в данные облигации предусматривает более низкую доходность в сравнении с другими инструментами. Основными целями выпуска государственных облигаций являются покрытие расходов в том случае, если прочих источников доходов (например, налоговых поступлений) недостаточно для выполнения необходимых обязательств. Стоит также выделить муниципальные облигации, которые считаются несувереными – они выпускаются государственными органами или организациями ниже национального уровня, например, субъектом или регионом. Основной целью выпуска данных инструментов является осуществление финансирования общественных проектов. Другим видом облигаций, которые также входят в группу государственных, являются квазигосударственные – финансовые инструменты, выпущенные организациями, основанными государством, но имеющие характеристики как частных, так и публичных компаний. Существует также отдельный вид наднациональных облигаций, выпускаемых

такими организациями, как Международный банк реконструкции и развития (далее – МБРР), Европейский инвестиционный банк и другие.

Следующим типом являются корпоративные долговые инструменты, среди которых можно выделить коммерческие и корпоративные облигации. Говоря о первом типе, стоит отметить, что данный инструмент можно обозначить как краткосрочные необеспеченные векселя, которые позволяют получить небольшой объем средств на короткий срок (до одного года). Выпуск данных облигаций связан с меньшими рисками, а также с более низкими затратами ввиду упрощенной системы размещения, которое в большинстве случаев осуществляется по закрытой подписке при участии определенного количества инвесторов. Размещение коммерческих облигаций не требует подготовки проспекта эмиссии и проведения серьезных маркетинговых затрат, в связи с чем период выпуска обычно занимает около одного месяца. В большинстве случаев погашение выпущенных облигаций происходит путем выпуска новых, таким образом осуществляя рефинансирование. Тем не менее это создает риск того, что эмитент не сможет выпустить новую коммерческую бумагу при наступлении срока погашения предыдущей. Для того чтобы минимизировать соответствующие риски, инвесторы и рейтинговые агентства могут требовать, чтобы коммерческая облигация была обеспечена резервной кредитной линией. При этом при использовании данного инструмента крупными эмитентами с высоким рейтингом обеспечиваться может лишь часть от всего выпуска.

Корпоративные облигации представляют собой бумаги с более долгим сроком погашения, чем у коммерческих, и предполагают больше регулирования при размещении. При их выпуске требуется подготовить проспект эмиссии, а также провести дорожное шоу, так как размещение может осуществляться как по закрытой, так и по открытой подписке для широкого круга инвесторов. С учетом регуляторных требований срок размещения значительно дольше, чем у коммерческих бумаг. Кроме того, в отличие от

прочих типов бумаг, выпуск корпоративных облигаций осуществляют в основном компании среднего и крупного бизнеса.

Сам по себе процесс выпуска облигаций практически аналогичен первичному публичному размещению акций. Для осуществления размещения также привлекаются андеррайтеры – инвестиционные банки, которые в случае большого объема выпуска могут формировать синдикат. Они занимаются подготовкой проспекта эмиссии, прохождением всех необходимых регистрационных процедур. В задачи букраннеров также входит процесс структурирования сделки, то есть формирование условий облигационного выпуска, такие как номинал облигации, размер купона, предполагаемая цена предложения облигации, срок размещения. Кроме того, андеррайтеры осуществляют различные маркетинговые мероприятия (по аналогии с дорожным шоу в рамках IPO) для изучения спроса со стороны потенциальных инвесторов. Процесс пре-маркетинга может различаться для публичных сделок и для клубных размещений. Во втором случае общение андеррайтеров и компании-эмитента идет с ограниченным пулом для определения их интереса к выпуску облигаций. При этом объем маркетинговых материалов ограничен ввиду меньшего количества привлеченных к сделке инвесторов – в рамках частного размещения требуется лишь наличие «Term Sheet» и актуальной презентации для инвесторов. Соглашения между компанией-эмитентом и андеррайтерами размещения заключаются по таким же подходам, как и в рамках IPO: предложение с твердым обязательством и принцип «максимальных усилий».

Помимо вышеперечисленных видов, компании также имеют возможность привлекать средства с помощью «вечных», или, бессрочных облигаций. Подобный инструмент не имеет срока погашения, в связи с чем обладает более высокой процентной ставкой в сравнении с облигациями с фиксированными сроками.

У эмитента бессрочных бумаг также есть возможность использовать опцион, который дает право погасить выпуск в случае изменения рыночной

конъюнктуры, что позволит рефинансировать сделку и разместить бумаги по более выгодной, рыночной ставке. Несомненно, инвесторы, планирующие покупку бессрочных облигаций, заинтересованы в высоком качестве компании-эмитента. В связи с этим выпуск подобных бумаг должен быть осуществлен компанией, которая имеет определенную длительную историю своей деятельности (желательно свыше пяти или десяти лет), а также обладает высоким уровнем финансовой надежности от признанных рейтинговых агентств. Несмотря на повышенную ставку, на российском рынке инструмент на данный момент не получил широкого распространения. Одной из причин является то, что в случае банкротства эмитента подобные инструменты будут возмещены после обычных облигаций.

Следующим методом, рассмотренным в данном диссертационном исследовании, становится долевое финансирование. Начать предлагается с таких инструментов привлечения капитала, как инвестиции бизнес-ангелов и венчурное финансирование, которые в основном также используются именно организациями малого и среднего бизнеса.

Бизнес-ангелами являются предприниматели или крупные топ-менеджеры, которые ищут молодые компании с высоким потенциалом роста и предоставляют им финансирование для развития. Несомненно, основной целью для инвесторов является увеличение вложенного капитала в долгосрочной перспективе. Как было показано ранее, в некоторых случаях средства предоставляются компаниям в то время, когда существует лишь идея будущего бизнеса, для ее дальнейшей реализации. В рамках данного инструмента также возможен поиск подобного типа инвесторов со стороны самих компаний. В некоторых странах, например, в США, Канаде и на Ближнем Востоке, существуют специализированные ассоциации бизнес-ангелов, которым можно презентовать информацию о своей компании для дальнейшего рассмотрения и принятия решения о финансировании.

Еще одним источником привлечения капитала является венчурное финансирование, которое также в основном осуществляется на ранних

стадиях жизни компании. Средства венчурных инвесторов чаще всего привлекаются в высокорискованные, инновационные компании, а также в организации с высоким потенциалом роста. При этом в рамках данного типа инвестиций существует возможность привлечь значительно больше капитала, чем при инвестициях бизнес-ангелов – сумма может составлять несколько миллионов долларов США. В отличие от банковского кредитования, важным преимуществом использования данного типа финансирования для компании является отсутствие каких-либо обязательств перед инвесторами в случае банкротства компании, так как в большинстве случаев взамен предоставленных средств инвесторы будут владеть долей в компании, которая обычно составляет менее 50% [6].

На настоящий момент венчурное финансирование является достаточно распространенным инструментом привлечения капитала, который находит свое отражение в наиболее успешных компаниях, особенно на финансовых рынках развитых стран. В своей работе американские экономисты Пол Гомперс и Джош Лернер провели исследование о развитии венчурного капитала в США в XX веке. Согласно данным авторам, с 1970 года до конца века количество первичных публичных размещений компаний, которые в свое время проходили процедуру получения венчурных инвестиций, увеличилось практически с 0% в 1978 году до 56% в 1999 году, что приблизительно составляет 200 подобных размещений [125].

Тем не менее, ранее рассмотренные инструменты привлечения капитала могут быть достаточны лишь на ранних этапах развития компании. При достижении определенного момента жизненного цикла компаниям становится необходимо больше капитала для своего развития. В данной ситуации менеджмент частной компании может принять решение об осуществлении первичного публичного размещения.

Первичное публичное размещение представляет собой выход компании на фондовую биржу и смену ее статуса с частного на публичный. Сам по себе данный инструмент привлечения капитала известен на

протяжении нескольких веков. Первым осуществленным мировым IPO считается размещение Голландской Ост-Индской компании в начале XVII века. Одним из главных преимуществ IPO является возможность получить такой объем капитала, который сложно привлечь путем получения займа или с помощью венчурных инвестиций.

Стоит также отметить, что процесс публичного размещения занимает большое количество времени и требует серьезной юридической подготовки всех вовлеченных участников. В то же время, руководство организации должно понимать, готова ли компания к тому, что выйти на фондовую биржу. В большинстве случаев сотрудники не обладают необходимыми навыками и знаниями для того, чтобы определить цену размещения, правильный момент для него, какое количество акций должно быть доступно инвесторам. С учетом вышеуказанных пунктов, важными участниками в процессе первичного публичного размещения являются андеррайтеры, которыми чаще всего выступают крупные инвестиционные банки. В размещениях с большим объемом участие могут принимать несколько андеррайтеров, формируя синдикат. При данной структуре существует одна финансовая организация, которая выступает лидирующим андеррайтером и на которую ложится большинство задач по проведению IPO. Остальные участники синдиката выступают в качестве ко-менеджеров, имеющих меньшее количество обязательств в осуществлении размещения и, соответственно, получающие меньшее прибыли от сделки. Благодаря своей деятельности и роли на финансовом рынке, инвестиционные банки помогают компаниям произвести успешное публичное размещение, осуществляя выбор фондовой биржи, времени и цены размещения [121]. С учетом той роли, которую играют андеррайтеры, их выбор является важным шагом для компании в начале процесса IPO. В первую очередь, инвестиционный банк должен быть крупным и известным на финансовом рынке, что повысит доверие к ценным бумагам эмитента и позволит получить доступ к более широкой базе инвесторов. Более того, это также позволит сформировать сильный синдикат инвестиционных

банков для осуществления крупного размещения. Также при выборе андеррайтеров важную роль будет играть их предыдущий опыт размещений. Среди крупнейших компаний в мире можно выделить такие инвестиционные банки, как UBS, Morgan Stanley, JP Morgan Chase & Co., Goldman Sachs и другие. В Российской Федерации основными участниками являются Газпромбанк, SberCIB, ВТБ Капитал – статистика за последние пять лет отражена на рисунке 5.

2020 г.	2021 г.	2022 г.	2023 г.	2024 г.
• ВТБ Капитал • Сбербанк • Газпромбанк • Альфа-Банк • Ренессанс Капитал	• ВТБ Капитал • J.P. Morgan • Citigroup • Альфа-Банк • Газпромбанк	• ВТБ Капитал	• Альфа-Банк • БКС • Совкомбанк • Газпромбанк • Инвестбанк Синара	• Альфа-Банк • Сбербанк • Т-Банк • Старт Капитал • Совкомбанк

Источник: составлено автором по материалам [22].
Рисунок 5 – Основные андеррайтеры российского рынка

Несомненно, выбор подходящего андеррайтера для предстоящего размещения занимает продолжительный период времени. В рамках данного процесса компании устраивают определенного рода отбор консультантов, называемый «beauty contest», во время которого инвестиционные банки могут представить предварительные идеи по размещению. В это же время сами андеррайтеры осуществляют юридическую и финансовую проверки компании-эмитента для принятия решения об участии в размещении.

Андеррайтер осуществляет весь спектр задач, которые необходимо выполнить в рамках подготовки к публичному размещению и после выхода компании на фондовую биржу. Банки занимаются подачей всех необходимых документов в регулирующие органы для регистрации размещения. Все документы, которые готовят андеррайтеры в рамках IPO, проверяются соответствующими органами и возвращаются назад при наличии комментариев для корректировки. Данный процесс проверки может занимать несколько месяцев. Компании-эмитенты должны крайне ответственно

подходить к выбору андеррайтеров при осуществлении размещения с учетом их роли в процессе. Согласно исследованиям, проведенным Ричардом Картером, а также Фредериком Дарком и Аджайей Сингхом, можно сделать вывод о том, что чем лучше репутация андеррайтеров, тем меньше рисков для инвесторов несет в себе размещение эмитента и, соответственно, ниже недооценка акции в долгосрочном периоде [123].

В тот момент, когда компания определилась с выбором андеррайтеров, стороны должны прийти к согласию и подписать письмо о намерениях касательно предстоящего размещения. Данное письмо представляет собой короткую версию будущего соглашения о первичном публичном размещении.

Соглашение между андеррайтером и компанией-эмитентом обычно заключается в двух основных формах. Первым и основным видом является размещение с твердым обязательством («firm commitment»). Согласно данному типу соглашения андеррайтер гарантирует привлечение необходимого объема капитала независимо от рыночной ситуации. Инвестиционный банк выкупает весь объем размещения у компании-эмитента и в дальнейшем распространяет акции на рынке. Сама же компания получает все требуемое финансирование от андеррайтера. В то же время прибыль финансовой организации формируется как разница между ценой покупки акций у эмитента и дальнейшей ценой размещения на бирже. Таким образом, основные риски на себе несет андеррайтер, которые в основном возникают от внешних условий во время размещения. Однако существуют несколько стратегий, которые позволяют хеджировать риски инвестиционных банков. Например, включение в соглашение оговорки «market-out clause», которое позволяет аннулировать обязательство андеррайтеров о покупке ценных бумаг у эмитента в случае серьезного ухудшения рыночных условий. В качестве примера можно привести фармацевтический сектор, в котором запрет на использование того или иного лекарственного препарата или внедрение нового закона могут иметь сильное влияние на предстоящее размещение. С учетом всех имеющихся рисков, данный тип размещения больше подходит

для компаний большого размера с устоявшейся деятельностью, где андеррайтеры могут быть практически уверены в успешности размещения.

Альтернативным соглашением о размещении является договор на условиях «максимальных усилий» («best efforts»). В рамках данного подхода андеррайтеры используют все возможные методы для продажи необходимого числа ценных бумаг во время первичного публичного размещения. Продаже подлежат только те бумаги, на которые есть спрос – при данном методе инвестиционные банки не выкупают самостоятельно весь объем размещения. Тем не менее, они не дают гарантии о том, что весь объем акций будет реализован на рынке. Данный вид соглашения гораздо более рискованный для компании-эмитента, так что он в основном используется развивающимися компаниями, которым андеррайтеры не могут заранее гарантировать реализацию всех ценных бумаг.

Соглашение «All or None» («Все или ничего») является еще одним видом договора между андеррайтером и компанией-эмитентом. При данном методе размещение считается осуществленным только в том случае, если все предложенные акции были проданы на бирже – в противном случае IPO признается несоставившимся. Стоит отметить, что данный подход является не очень популярным ввиду его особой жесткости для андеррайтеров [8].

В большинстве случаев компании, которые выходят на биржу, и их бизнес не очень знакомы инвесторам ввиду определенной степени закрытости деятельности частных компаний. Подобные организации подвержены более слабому регулированию и от них не требуется обязательная публикация финансовых результатов и полное раскрытие своей деятельности. Чтобы осуществить успешное публичное размещение необходимо сформировать спрос со стороны потенциальных покупателей. Для этого андеррайтеры совместно с эмитентом устраивают «дорожное шоу», в рамках которых происходят встречи с потенциальными инвесторами перед размещением, которыми выступают институциональные инвесторы, хедж-фонды. Основной целью «дорожного шоу» является получение наибольшего количества заявок

на покупку акций компании-эмитента во время предстоящего размещения. Стоит отметить, что данная процедура проводится только после одобрения документов регулятором, так как до этого момента информация о размещении конфиденциальна. Дополнительным типом дорожного шоу является «non-deal roadshow», которое может проводиться с инвесторами не в рамках процедуры размещения, а до его начала и в целом на протяжении всей деятельности организации. Проведение данной процедуры важно для поддержания осведомленности о компании среди крупнейших институциональных инвесторов.

Следующим действием в рамках процесса первичного публичного размещения является выпуск проспекта эмиссии – одного из важнейших документов в рамках первичного публичного размещения. Из него потенциальные инвесторы получают необходимую информацию о финансовых показателях компаний, а также основные детали будущего размещения: сроки, объем, цена размещения, условия и прочие параметры. Стоит отметить, что в проспекте важно максимально полно и достоверно отразить всю информацию о размещении и все факты, которые могут оказать существенное влияние на принятие решения о приобретении эмиссионных ценных бумаг.

Как было сказано выше, в рамках проспекта эмиссии необходимо указать ту цену, по которой будет осуществляться размещение. Таким образом, определение справедливой цены акции, по которой бумаги могут быть проданы инвесторам, является одной из главных задач во время проведения первичного публичного размещения. Андеррайтеры используют различные механизмы и методы – анализ мультипликаторов, модель Discounted Cash Flow (дисконтированный денежный поток, далее – DCF), изучение предыдущих аналогичных размещений и пр. В то же время цена размещения определяется на основании реального спроса со стороны институциональных инвесторов в рамках формирования андеррайтерами «книги заявок». Во время дорожного шоу или в течение нескольких недель

после его завершения андеррайтеры собирают заявки от инвесторов на покупку акций, формируя тем самым ценовой диапазон будущего первичного публичного размещения. На основании данной информации и ее дальнейшего анализа букраннеры могут сделать вывод касательно цены размещения и порекомендовать ее эмитенту. В некоторых случаях возникает ситуация переподписки книги заявок, при которой спрос на ценные бумаги со стороны инвесторов превышает предложение. Существует несколько возможных решений, среди которых, например, увеличение количества акций при размещении или увеличение цены за одну ценную бумагу. В то же время, важно не осуществлять рост цены до такого уровня, при котором спрос значительно снизится или произойдет переоценка акции, что в дальнейшем может привести к падению цены после проведения размещения. При переподписке также происходит изменение аллокации акций, где в большинстве случаев приоритет отдается институциональным инвесторам, хедж-фондам и прочим крупным инвесторам.

Работа андеррайтеров не прекращается после осуществления размещения на бирже. После проведения процедуры IPO важной задачей также является поддержание курса акций с помощью различных стабилизационных механизмов, которые позволяют не допустить серьезных скачков цены акций после размещения. В первую очередь, для тех владельцев ценных бумаг, которые имели долю собственности в компании до осуществления размещения, а также на топ-менеджмент организации, которые могут получить акции до выхода на биржу, существует «lock-up period» – срок, в течение которого они не имеют возможность продать свои акции на бирже. Он может различаться между размещениями, однако в основном он составляет шесть месяцев. Регуляторы не регламентируют установление данного периода, однако компании стараются использовать данную возможность для того, чтобы избежать серьезной волатильности бумаг после выхода на фондовую биржу.

Еще одним стабилизационным механизмом является «over-allotment option» (опцион доразмещения), также называемый «greenshoe option» в честь американской компании Green Shoe Manufacturing Company, которая впервые осуществила подобный процесс в 1963 году. В рамках данного опциона андеррайтеры обычно имеют возможность разместить до 115% объема акций, предлагаемого при IPO, путем покупки этой дополнительной доли по цене первичного размещения бумаг в течение 30 дней. Несомненно, цена акции после размещения может либо снизиться, либо возрасти. В первом случае букраннеры имеют возможность выкупить акции с рынка по сниженной цене для уменьшения предложения ценных бумаг и, соответственно, для дальнейшего стабилизации цены. При этом они продают эти бумаги обратно компании-эмитенту по цене размещения, получая прибыль из-за разницы между ценой покупки и продажи. Таким образом, опцион может считаться либо исполненным полностью, если на рынке остается 100% акций без дополнительного размещения, либо исполненным частично, если дополнительный объем акций выкупается не полностью.

В том случае, когда цена акций после IPO превышает первоначальную цену размещения, то опцион доразмещения исполняется: андеррайтеры, имея короткую позицию в 15%, получают возможность купить акции у эмитента по цене размещения. Таким образом, компания-эмитент получает дополнительный капитал по итогам размещения. Важно отметить, что объем опциона доразмещения и его условия заранее должны быть определены в проспекте эмиссии [38].

Следующим способом привлечения капитала является прямое размещение ценных бумаг (Direct Public Offering, далее – DPO), которое противопоставляется традиционному IPO. В рамках DPO ценные бумаги первоначальных инвесторов компании или ее сотрудников продаются напрямую на фондовой бирже. Таким образом компания не получает дополнительный капитал путем выпуска новых акций. Основными

преимуществами данного инструмента являются более низкие издержки в сравнении с IPO, а также более короткий срок организации размещения.

С учетом концепции подхода, при DPO нет необходимости в привлечении андеррайтеров для организации размещения. Кроме того, в рамках прямого размещения не предусмотрена организация дорожного шоу для инвесторов, что также влияет на снижение расходов при проведении данного процесса. В связи с этим важно отметить, что прямое публичное размещение может быть использовано компаниями с известным бизнесом и с устойчивым брендом, или организациями с небольшим бюджетом, которым не требуется привлечение большого объема капитала для своей деятельности. Долгое время прямое размещение использовалось компаниями второго типа. Однако в 2018 году данный подход был использован шведским стриминговым сервисом Spotify для выхода на фондовую биржу. Если бы компания использовала стандартный процесс IPO, расходы составили бы около 100 миллионов долларов США – используя прямое размещение, суммарные издержки Spotify составили примерно 30 миллионов долларов США. Также стоит отметить, что несмотря на отсутствие необходимости в организации дорожного шоу для инвесторов, при DPO Spotify было проведено похожее онлайн-мероприятие перед осуществлением размещения, где топ-менеджмент смог представить свои идеи относительно развития компании и предстоящего выхода на фондовую биржу [121].

Как было сказано ранее, при DPO не требуется привлечение андеррайтеров, так как компания осуществляет размещение напрямую на бирже, не выпускает новых акций и не организует дорожное шоу для потенциальных инвесторов. Тем не менее, при прямом размещении некоторые инвестиционные банки могут участвовать в процессе в качестве финансовых посредников, которые могут консультировать эмитента по вопросам времени выхода на биржу, по юридическим аспектам сделки и прочее.

Вторичное публичное размещение (Secondary Public Offering, далее – SPO) также часто рассматривается в качестве инструмента

привлечения капитала. В рамках SPO на фондовую биржу продаются уже имеющиеся акции компании, что в свою очередь увеличивает объем свободно обращающихся ценных бумаг, при этом не размывая доли существующих акционеров. Данный тип размещения используется в первую очередь существующими инвесторами для того, чтобы получить свою прибыль путем продажи ценных бумаг. Средства от продажи данных акций получает не компания, а сам инвестор. Несмотря на то, что SPO входит в состав инструментов публичного размещения, данный метод не стоит рассматривать как прямой метод привлечения капитала.

Зачастую под вторичным публичным размещением понимают дополнительный выпуск акций компанией, о котором говорилось выше. Однако на самом деле данный процесс имеет название дополнительное публичное размещение (Follow-on offering, далее – FPO). В рамках инструмента существуют два основных подхода: при котором доли существующих акционеров размываются путем выпуска новых акций (dilutive follow-on offering), и при котором доли не изменяются ввиду неизменного количества ценных бумаг (non-dilutive follow-on offering). Выпуск новых акций позволяет компании привлечь дополнительные средства для реализации проектов. Стоит отметить, что при высоком уровне долгового обременения и трудностями с получением финансирования путем кредита или выпуска облигаций, что часто может происходить с развивающимися компаниями, FPO остается практически единственным источником дополнительного привлечения капитала. Кроме того, еще одной задачей проведения дополнительной эмиссии является нормализация финансового состояния компании. В большинстве случаев это необходимо финансовым организациям, в частности банкам, у которых существует требования по минимальному размеру уставного капитала.

При проведении дополнительной эмиссии уменьшается показатель прибыли на акцию (earnings per share, далее – EPS), что оказывается большее влияние на миноритарных инвесторов. При этом проведение FPO также может

преследовать цель увеличения доли мажоритарных инвесторов для укрепления контроля за организацией.

Процесс осуществления повторного размещения аналогичен IPO. После оглашения решения о дополнительной эмиссии ценных бумаг, которое принимается либо собранием акционеров, либо советом директоров, при данном инструменте также необходимо регистрировать выпуск акций у регулятора размещения путем подачи заявления с указанием всей необходимой информации – объем выпуска, цели, основные данные об эмитенте и прочее. Важным аспектом FPO является также процесс оценки ценных бумаг: если при IPO определение цены осуществляется андеррайтерами размещения с помощью различных механизмов, то в случае дополнительной эмиссии, так как компания уже торгуется на бирже, то ее оценка производится на основании рыночных условий.

В настоящий момент инструментом, который является альтернативой существующей процедуре первичного публичного размещения, являются сделки *special purpose acquisition company* (далее – SPAC). В рамках данного процесса, появившегося в конце XX века, создается специальная компания без каких-либо активов или истории деятельности, целью которой является выход на фондовую биржу и дальнейшее поглощение какой-либо частной компании. Использование подобных сделок помогает компании выйти на фондовую биржу без проведения стандартной процедуры первичного публичного размещения.

После проведения процедуры первичного публичного размещения спонсоры должны определиться с целевой компанией, с которой в дальнейшем будет произведена сделка по слиянию.

В рамках процесса SPAC IPO существуют три основные стороны сделки, главными из которых являются спонсоры. В большинстве случаев ими выступают известные инвесторы или крупные бизнесмены, имеющие опыт в определенной сфере или которые ранее участвовали в сделках слияния и поглощения, IPO и прочих.

Спонсоры вносят начальный капитал для создания подобной компании-пустышки, а также оплачивают все необходимые расходы для проведения первичного публичного размещения организации: андеррайтинг, юридическая оценка, проведение дорожного шоу.

Касательно проспекта эмиссии при проведении SPAC IPO как основного документы размещения, стоит отметить, что в основном он фокусируется именно на спонсорах, участвующих в процессе. Кроме того, в рамках проводимого размещения в данном документе может не указываться конкретная компания, которая в дальнейшем будет поглощена – возможно лишь обозначить сферу, в которой организация будет оперировать. В связи с этим цена размещения акций подобных компаний строго регламентирована регулятором и обычно составляет десять долларов США за одну ценную бумагу. Учитывая то, что привлеченные средства имеют целевой характер, то они должны храниться на специальном депонированном счету и могут быть использованы только для последующей сделки слияния. В том случае, если процесс не был произведен в заранее согласованный срок, который обычно составляет два года, то все средства, полученные в процессе SPAC IPO, должны быть возвращены акционерам. Именно спонсоры становятся главными бенефициарами подобной процедуры: по условиям сделки SPAC, сливающаяся компания должна осуществить дополнительную эмиссию акций, которые полностью достаются тем самым спонсорам.

Следующей стороной сделки SPAC является целевая компания. Для нее существует ряд преимуществ участия в подобном процессе. В первую очередь, компания приобретает публичный статус без проведения полноценной процедуры первичного публичного размещения. Это позволяет значительно снизить издержки организации, так как расходы данного процесса ложатся на компанию, основанную спонсорами сделки, и которая первой становится публичной. Кроме того, при участии в сделке SPAC компания имеет возможность выйти на фондовую биржу в гораздо более короткий срок – весь период сделки обычно занимает несколько

месяцев, в то время как в рамках стандартного IPO срок может составлять около года или даже больше.

Третьей и последней стороной сделок SPAC являются инвесторы, которые приобретают акции в процессе размещения. Несомненно, участие в подобном размещении открывает возможность для получения прибыли в случае его успеха. Сделки SPAC чаще всего осуществляются с перспективными компаниями, которые на текущий момент не представлены на фондовой бирже. Кроме того, при участии в подобном размещении инвесторы получают так называемые варранты, дающие право на покупку акций в будущем по заранее согласованной цене. Исполнение данного варранта возможно через определенный срок после проведения сделки по слиянию – в этот момент акционеры имеют более четкую картину относительно развития бизнеса.

Тем не менее, сделки SPAC несут в себе большое количество рисков, которые затрагивают все стороны процесса. Главный риском является система, при которой средства инвестируются под гарантию спонсоров, при этом нет возможности прогнозирования подобных сделок. Основной проблемой может стать то, что сделка по слиянию с целевой компанией может не состояться в оговоренный между спонсорами и акционерами срок. Следующим и гораздо более серьезным риском сделок SPAC IPO является переоценка компании при принятии решения о слиянии. Несмотря на то, что решение принимается с согласования акционеров, подобные случаи могут происходить в рамках размещения SPAC. Зачастую это происходит в том случае, если установленный срок подходит к концу и спонсорам необходимо осуществить сделку во избежание репутационных рисков. В такой ситуации после проведения слияния компания может быть оценена рынком ниже, чем была приобретена при сделке слияния и поглощения (mergers and acquisitions, далее – M&A), что приведет к падению котировок акции обновленной организации [126].

В данной работе особое внимание будет уделено возможным альтернативным направлениям привлечения капитала российскими компаниями в условиях существующей новой экономической реальности. Организациям, желающим расширить базу инвесторов и получить доступ к иностранным рынкам, важно иметь способ выхода на зарубежные биржевые площадки. Выпуск депозитарных расписок производится для расширения круга инвесторов и привлечения дополнительного капитала для реализации инвестиционных проектов. Одним из преимуществ также может являться повышение курсовой стоимости акций на внутреннем рынке вследствие возрастания спроса. В связи с этим, важно рассмотреть депозитарные расписки в качестве инструмента привлечения капитала для организаций на зарубежных фондовых площадках. В учебнике под редакцией Николая Иосифовича Берзона депозитарные расписки определяются как свободно обращающиеся на фондовом рынке производные (вторичные) ценные бумаги на акции иностранной компании, депонированные в крупном депозитарном банке, который выпустил расписки в форме сертификатов или в бездокументарной форме [2].

Депозитарные расписки подразделяются на два основных вида – американские депозитарные расписки (American Depository Receipts, далее – ADR), допущенные к обращению на американском фондовом рынке, и глобальные депозитарные расписки (Global Depository Receipts, далее – GDR), которые могут быть доступны в других странах. С учетом текущего состояния российской экономики, у отечественных компаний нет возможности использовать американские расписки.

Российские акционерные общества начали активно использовать возможности депозитарных расписок для проникновения на американский и европейский фондовые рынки, начиная с конца XX века. С учетом высокой роли иностранных рынков для российских эмитентов, данный инструмент играет важную роль в процессе исследования. Использование подобного инструмента позволяет компаниям-эмитентам

получить доступ к более широкой базе инвесторов и привлечь дополнительный капитал. При этом, говоря о классификации, данный инструмент может быть использован лишь теми компаниями, которые уже либо прошли процедуру первичного размещения, либо планируют выпускать свои ценные бумаги как раз при помощи депозитарных расписок [2].

Проектное финансирование представляет собой еще один метод привлечения капитала компаниями. В научном исследовании, проведенном П. Невиттом и Ф. Фабоцци, данный метод определяется как «способ финансирования, когда денежные средства привлекаются в целях реализации конкретного проекта с учетом того, что обязательства по ним будут погашены посредством будущих денежных потоков проекта, а залогом при этом выступают только активы проекта». Проектное финансирование начало активно применяться с середины XX века для реализации крупных инфраструктурных и промышленных проектов, в которых необходим значительный объем инвестиций [89].

В качестве основного инструмента для выполнения конкретного инвестиционного проекта открывается отдельная компания, в отчетности которой учитываются все заемные средства, необходимые для его реализации. Погашение долга происходит за счет прибыли по конкретному проекту, которая учитывается независимо от результатов финансово-экономической деятельности компаний-инициатора проекта. Подобная компания также позволяет обеспечить изоляцию рисков от материнской компании.

В рамках проектного финансирования часто встречается сотрудничество государства и бизнеса в форме государственно-частного партнерства, в особенности при реализации социально значимых проектов. Для государства это возможность использовать опыт частных компаний при реализации проектов, а также снижение бюджетной нагрузки путем распределения финансирования между участниками. ГЧП могут осуществляться в различных форматах, в число которых входят концессия,

договоры жизненного цикла, а также организация совместного предприятия для реализации проекта.

Еще одним инструментом привлечения финансирования в проектном финансировании является выпуск проектных облигаций. В рамках текущего исследования они не были включены в долговые инструменты ввиду выделения проектного финансирования в качестве отдельного метода. Одной из особенностей подобных бумаг является их выпуск для реализации конкретного проекта и их обеспеченность именно будущими доходами, а не активами самого эмитента ценной бумаги. Кроме этого, доходность по ним зачастую достаточно высокая ввиду более высокого риска. Подобные облигации часто выпускаются на долгий срок (до 30-50 лет) ввиду длительности реализации некоторых проектов.

Последним методом, который планируется к рассмотрению в рамках приведенной классификации, является государственное финансирование. Средства, получаемые от государства, могут быть выданы компаниям в качестве грантов, субсидий или в виде предоставления льготных условий по заемным средствам. Реализация подобных программ осуществляется при помощи различных институтов, таких как Министерство экономического развития, Корпорация МСП.

Компании прибегают к использованию различных инструментов привлечения капитала на каждом этапе своего жизненного цикла. Вместе с тем, подобные инструменты возможно разделить в зависимости от метода привлечения капитала. Среди них автором предлагается выделить самофинансирование, долговое финансирование, долевое финансирование, проектное финансирование, а также государственное финансирование. Согласно иерархической теории структуры капитала, компании в первую очередь прибегают к внутренним источникам, таким как нераспределенная прибыль или амортизационные отчисления, прежде чем переходить к заимствованиям в форме долевого или долгового финансирования. При формировании финансовой стратегии компании, необходимо определять

этапность использования методов и возможные инструменты, которые соотносятся с целями развития организации, учитывают потенциальную асимметричность информации между участниками и оценку необходимых показателей внешней среды.

1.3 Факторы, оказывающие влияние на объем привлеченного капитала в рамках международного IPO

В дальнейших главах будет предметно рассмотрено, что с момента появления российского рынка отечественные компании предпочитали привлекать долевое финансирование с помощью выпуска акций на зарубежных фондовых рынках капитала, таких как США, Европейский союз и Великобритания. Ввиду существующего состояния макроэкономической нестабильности, компаниям необходимо полагаться на внутренний рынок, который в некоторых случаях не может обеспечить привлечения необходимого объема капитала. В связи с этим, важной задачей становится поиск каких-либо альтернативных направлений для размещения акций при использовании международного первичного публичного размещения. Кроме того, для успешного размещения важно учитывать факторы, которые оказывают непосредственное влияние на потенциальный объем получаемого финансирования. В качестве исследования, проводимого в данной диссертационной работе, предполагается, что на рынках капитала каждой отдельной страны играть роль могут различные факторы.

В то же время стоит отметить, что некоторые из тех факторов, которые влияют на объем привлечения капитала в рамках первичного публичного размещения, уже неоднократно были рассмотрены в большинстве научных работ. В качестве примера можно привести исследование конца XX века, проведенное американским экономистом Тимом Лоуграном и британским ученым Уильямом Рисом. В рамках своей работы авторы выявили положительную зависимость между объемом привлеченного капитала в

рамках IPO и рыночным индексом. На основании данного исследования становится возможным отметить, что уровень развития внутреннего рынка страны может быть одним из драйверов объема полученного финансирования во время проводимого размещения [130].

Работа американского экономиста Майкла Палмера представляет собой анализ влияния предложения денег в экономике на фондовый рынок. В том случае, когда денежное предложение возрастает, избыточная ликвидность направляется на рынок, что в свою очередь увеличивает стоимость существующих инструментов. Обратная ситуация происходит в случае снижения предложения денег в экономике [129].

Исследование аналогичных факторов было проведено австралийскими экономистами Крисом Билсоном, Тимом Браилсфордом и Винсентом Хупером в 1999 году. Помимо предложения денег, авторами также были рассмотрены такие факторы, как ключевая ставка и инфляция [122]. Несмотря на то, что по результатам проведенного учеными анализа инфляция имеет отрицательную зависимость с объемом привлеченного капитала, мы предполагаем, что в связи с тем, что при возросшем показателе будет применяться сдерживающая денежно-кредитная политика, ключевая ставка в экономике будет также увеличена. В связи с этим, такой источник получения финансирования, как банковский кредит, станет более дорогим для компаний, что увеличит роль альтернативных инструментов привлечения капитала.

Работы некоторых экономистов также направлены на определение взаимосвязи реальной процентной ставки с объемом получаемого капитала в рамках использования финансовых инструментов. Высокие значения данного показателя приводят к тому, что будущий денежный поток, дисконтированный по данной ставке, приведет к определенному простою в активности эмитентов. В то же время, в условиях низкой процентной ставки данный финансовый инструмент также не будет столь востребованным, и предпочтение может быть отдано другим источникам. Как можно увидеть, предыдущие исследования, делавшие акцент на изучении влияния

процентных ставок, не дают однозначного ответа – в связи с этим, предлагается рассмотреть данный фактор в рамках текущей работы.

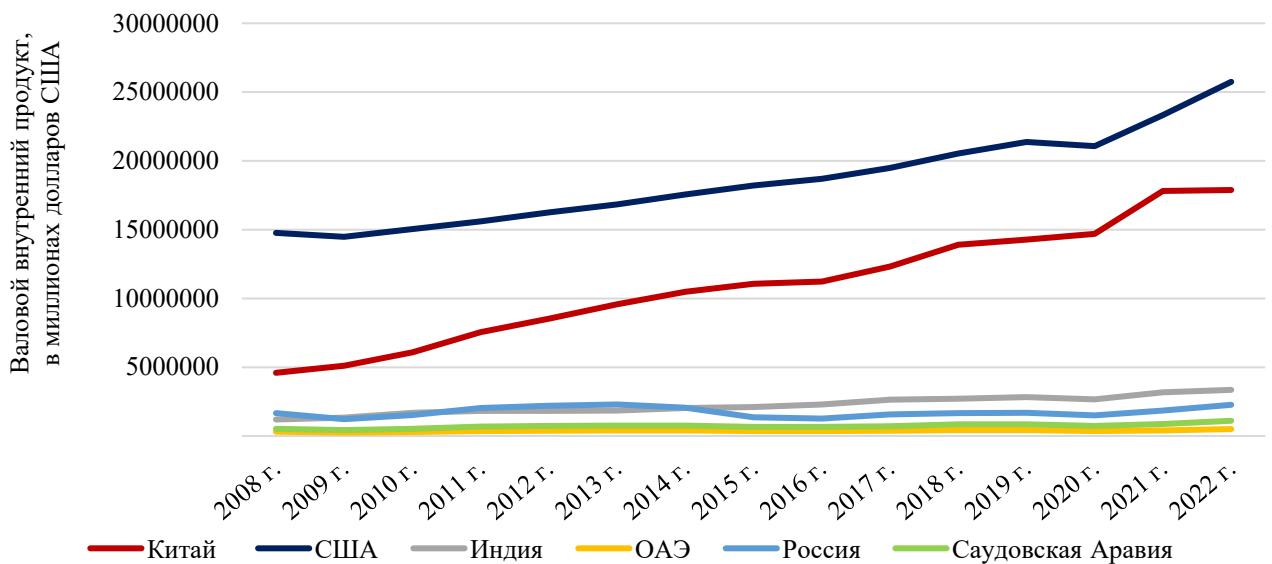
Еще одним исследованием факторов, оказывающих непосредственное влияние на объем привлечения капитала в рамках первичных публичных размещений, является работа шведских ученых Фредерика Лангле и Фредерика Лилехука. В рамках их работы было проанализировано влияние различных макроэкономических переменных на IPO в странах Европы. В качестве факторов, рассматриваемых в исследовании, были выбраны реальные процентные ставки, показатель роста ВВП на душу населения, отношение рыночной капитализации к ВВП [127]. Тем не менее, данная работа выявила зависимости объема привлеченного капитала в рамках первичных публичных размещений только в рамках стран Европы, что позволяет нам использовать похожие переменные для рассмотрения на других рынках.

В то же время стоит отметить, что влияние некоторых факторов, таких как валовый внутренний продукт, объем прямых иностранных инвестиций (далее – ПИИ) в экономику страны, и другие, не были в должной степени изучены и рассмотрены в работах отечественных и зарубежных ученых.

Для дальнейшего анализа, который будет проведен в данной работе, было выбрано шесть факторов, которые могут оказывать влияние на объем полученного финансирования в рамках IPO. На их основании были разработаны гипотезы, для проверки которых было выбрано несколько основных рынков, которые исследуются в рамках данной работы, среди которых отмечены следующие: Китайская Народная Республика, Российская Федерация, США, Саудовская Аравия, Индия и Объединенные Арабские Эмираты.

Первый значимый фактор. Валовой внутренний продукт (в текущих ценах) является определенным индикатором уровня развития страны и размера экономики. В качестве гипотезы мы предполагаем, что чем выше ВВП, тем больший объем капитала возможно привлечь в рамках первичного публичного размещения (Гипотеза 1).

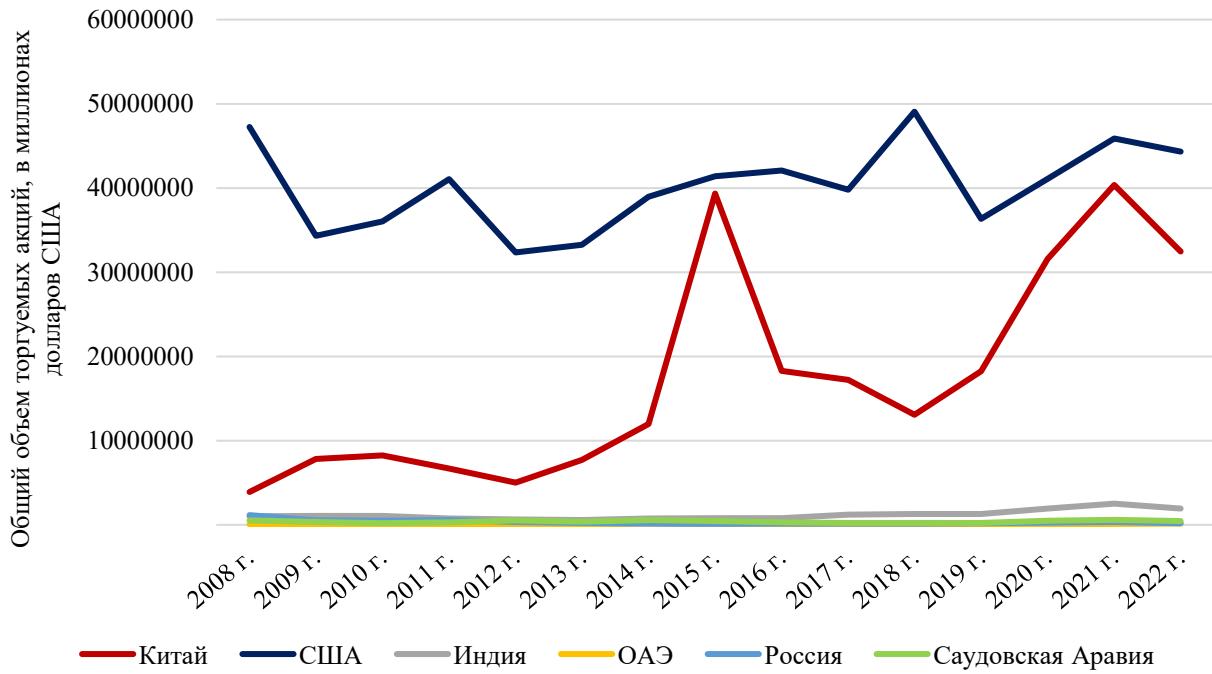
Рисунок 6 демонстрирует показатели ВВП для стран, выбранных нами для исследования в рамках текущей диссертационной работы.



Источник: составлено автором по материалам [68].
Рисунок 6 – Валовой внутренний продукт (в текущих ценах)

США удерживают лидирующую позицию на протяжении многих лет, при этом разрыв с КНР из года в год постепенно сокращается. Показатели других стран достаточно близки друг к другу, и максимальное значение ВВП для них не превышает пять триллионов долларов в 2023 году, в то время как у США показатель свыше 27 триллионов долларов, у Китая – чуть меньше 18 триллионов долларов.

Второй значимый фактор. Чем выше показатель объема торгуемых акций, тем больший уровень доверия со стороны инвесторов к финансовой системе, что предоставляет эмитентам сильный рынок для осуществления размещений. Таким образом, должна существовать позитивная корреляция между общим объемом торгуемых акций и объемом полученного финансирования (Гипотеза 2). Исходные данные для построения модели приведены на рисунке 7. Важно отметить, что данный показатель включает в себя общее количество акций, как национальных компаний, так и иностранных, умноженное на их соответствующие цены на конец года.



Источник: составлено автором по материалам [68].

Рисунок 7 – Общий объем торгуемых акций

Третий значимый фактор. Высокий показатель притока прямых иностранных инвестиций в экономику государства способствует дальнейшему ее развитию, что приводит к увеличению количества размещений. Таким образом, больший объем ПИИ приводит к увеличению объема привлеченного финансирования в рамках IPO (Гипотеза 3). Данные по объему прямых иностранных инвестиций по странам, предлагаемым к исследованию, представлены в таблице 2.

Таблица 2 – Объем прямых иностранных инвестиций, 2008-2022 гг.

В миллионах долларов США

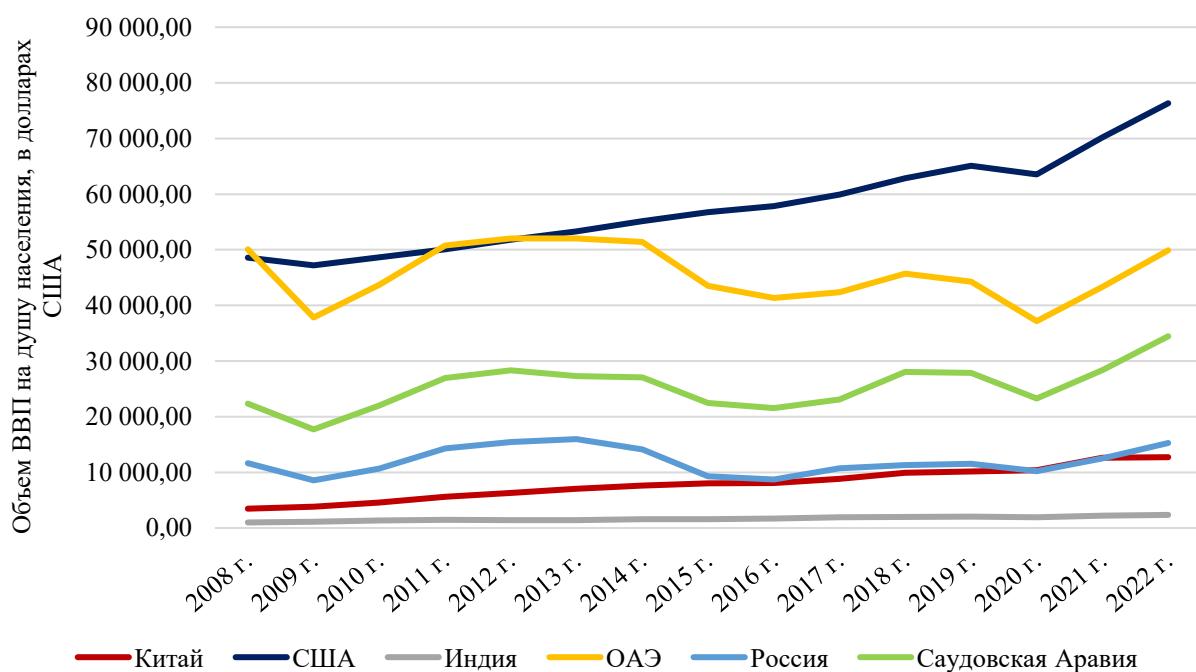
Год	Китай	США	Индия	Саудовская Аравия	Россия	ОАЭ
1	2	3	4	5	6	7
2008	171,534	341,092	-24,149	-2,008	74,782	14,190
2009	131,057	161,083	-19,485	1,740	36,583	5,060
2010	243,703	264,039	-11,428	-972	43,167	1,130
2011	280,072	263,497	-23,890	-1,253	55,083	8,800

Продолжение таблицы 2

1	2	3	4	5	6	7
2012	241,213	250,345	-15,442	-633	50,587	7,150
2013	290,928	288,131	-26,388	1,571	69,218	8,830
2014	268,097	251,856	-22,890	3,886	22,031	9,490
2015	242,489	511,434	-36,495	1,419	6,852	10,810
2016	174,749	474,388	-39,411	-12,692	32,538	8,880
2017	166,083	380,823	-28,875	7,159	28,557	10,350
2018	235,365	214,715	-30,699	7,111	8,784	10,390
2019	187,169	315,984	-37,469	11,473	31,974	17,870
2020	253,095	138,363	-53,239	3,789	9,478	19,880
2021	344,074	493,085	-27,488	-3,676	40,449	20,670
2022	180,166	388,078	-35,408	-178	-39,799	22,740

Источник: составлено автором по материалам [68].

Четвертый значимый фактор. ВВП на душу населения (в текущих ценах) направлен на демонстрацию благосостояния населения. Рисунок 8 демонстрирует, что в отличие от ранее приведенных переменных, Китай имеет один из самых низких показателей ВВП на душу населения, значительно отставая от США.

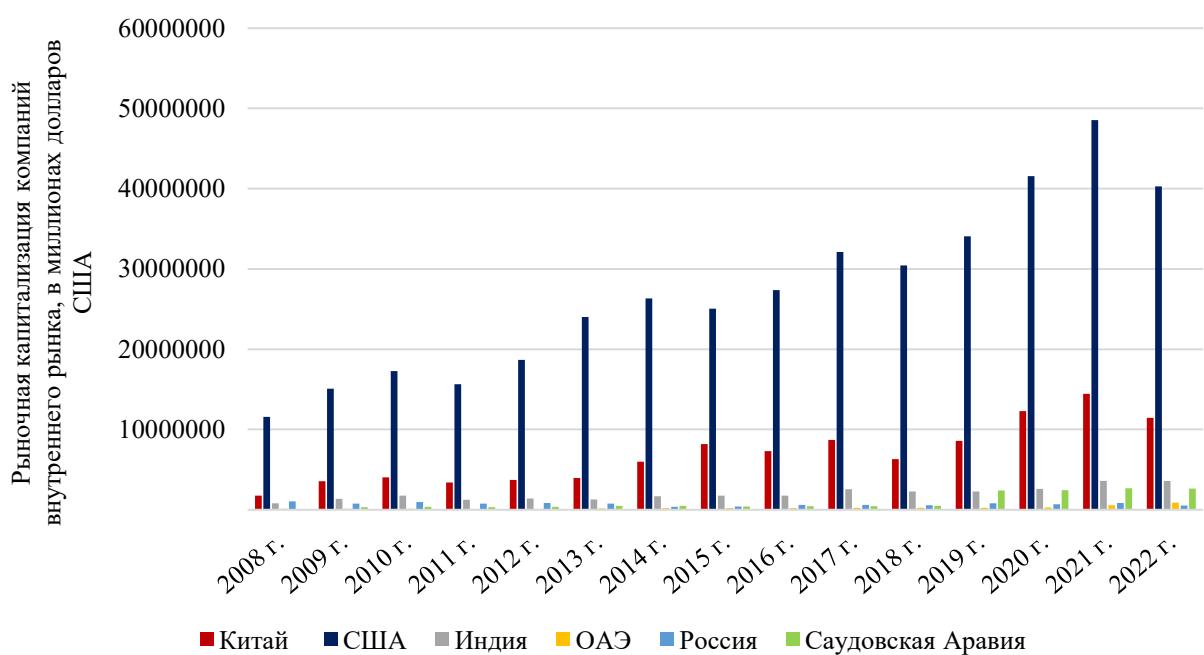


Источник: составлено автором по материалам [68].

Рисунок 8 – ВВП на душу населения (в текущих ценах)

В то же время, лидирующие позиции на протяжении последних 12 лет удерживает Германия с незначительным отставанием ОАЭ. С учетом регулярного допуска розничных инвесторов к участию в первичных публичных размещениях мы предполагаем позитивную корреляцию с объемом получаемого финансирования, так как в связи с ростом доходов должно происходить увеличение сбережений и инвестиций населения (Гипотеза 4).

Пятый значимый фактор. Высокий объем рыночной капитализации компаний внутреннего рынка страны показывает уровень его развития и определяет возможности для компаний, готовых к выпуску ценных бумаг – таким образом, гипотезой является прямая зависимость между данным показателем и объемом привлеченного капитала (Гипотеза 5). Рисунок 9 демонстрирует, что несмотря на существенное лидерство американского рынка, его среднегодовой темп роста за последние 18 лет значительно ниже, чем у КНР – 6,80% в сравнении с 36,90% [68].



Источник: составлено автором по материалам [67].
Рисунок 9 – Рыночная капитализация компаний внутреннего рынка

Допускается, что между общим объемом торгуемых акций и рыночной капитализацией компаний внутреннего рынка может быть высокая

корреляция. Если объем торгуемых акций учитывает как национальные, так и иностранные компании, то рыночная капитализация в рамках проводимого исследования включает в себя акции зарегистрированных на бирже только иностранных компаний. В связи с этим, предлагается учитывать в модели оба данных показателя для оценки их влияния на объем привлекаемого капитала в рамках первичных публичных размещений [92].

Шестой значимый фактор. Индекс потребительских цен является одним из важнейших показателей, характеризующих инфляцию. Данные по данной переменной за период с 2010 года по 2022 год для дальнейшего построения модели приведены в таблице 3. Отдельно обращаем внимание, что на основе данных Всемирного банка за базовое значение (100) взяты показатели 2010 года.

Таблица 3 – Значения индекса потребительских цен, 2008-2022 гг.

В процентах

Год	Китай	США	Индия	Саудовская Аравия	Россия	ОАЭ
2008	97,63	98,74	80,53	90,36	83,83	97,60
2009	96,92	98,39	89,29	94,93	93,59	99,13
2010	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
2011	105,55	103,16	108,91	105,83	108,44	100,88
2012	108,32	105,29	119,24	108,86	113,94	101,54
2013	65,16	106,83	131,18	112,7	121,64	102,66
2014	113,29	108,57	139,92	115,23	131,16	105,07
2015	114,92	108,70	146,79	116,62	151,53	109,35
2016	117,22	110,07	154,05	119,03	162,20	65,12
2017	119,09	112,41	159,18	118,03	168,18	113,30
2018	121,56	115,16	165,45	120,93	173,02	116,78
2019	125,08	117,24	171,62	118,4	180,75	114,52
2020	128,11	118,69	182,99	122,48	186,86	112,14
2021	129,37	124,27	192,38	126,23	199,37	112,34
2022	131,92	134,21	205,27	129,35	229,90	118,29

Источник: составлено автором по материалам [68].

Большинство проведенных ранее исследований выявляли негативную корреляцию между уровнем инфляции в стране и полученным капиталом в рамках IPO. Тем не менее, высокий показатель индекса потребительских цен приведет к повышению ключевой ставки Центрального банка.

В свою очередь, стоимость заемного финансирования также возрастет, что повысит спрос на альтернативные источники финансирования и, соответственно, увеличит объем привлекаемого капитала (Гипотеза 6).

В дополнение к вышеперечисленным переменным стоит также обратить внимание на ряд нефинансовых факторов, ведь помимо внешнего влияния на объем получаемого финансирования, существует ряд внутренних аспектов, которые должны быть приняты во внимание со стороны компании-эмитента. Оценка различных факторов как внутренних, так и внешних играют важную роль при использовании всех инструментов привлечения капитала. При этом анализ производится как со стороны внешних инвесторов, так и компанией-эмитентом.

С точки зрения заимодавца или инвестора необходимо оценить компанию на предмет ее финансовой устойчивости и стабильности, позиции на рынке и перспектив дальнейшего развития. Эмитент же должен провести всестороннюю оценку рынка экономической конъюнктуры и финансовой системы своей страны и альтернативных направлений в том случае если заимствования планируются на зарубежных рынках, своих конкурентных преимуществ.

Как было сказано ранее, в процессе привлечения капитала важным этапом является представление деятельности организации потенциальным инвесторам, от которых зависит успех использования того или иного инструмента и достижение поставленных перед компанией целей. Подобный процесс происходит как при получении кредитных средств, так и при использовании таких инструментов, как венчурное финансирование, размещение акций или облигаций. В связи с этим, для успешного привлечения необходимого капитала компании необходимо четко продемонстрировать

инвесторам деятельность компании, структуру бизнеса, перспективы дальнейшего развития, что приведет к получению прибыли. При подготовке к процессу получения финансирования важно учитывать те конкурентные преимущества, которыми обладает компания, а также ее положение и состояние сегмента рынка в целом. В дополнение к этому, серьезной оценке будет подлежать финансовая позиция компании и индустрии в целом.

Исследование, которое было проведено М. Мартенсом, объясняет роль реструктуризации компании, которая обычно проводится на стадии pre-IPO. Приведение структуры организации в соответствие с нормами публичной компании позволяет рассчитывать на достижение целей по привлечению капитала. Для того чтобы успешно привлечь необходимый объем капитала, компании серьёзно трансформируют свой бизнес и структуру его управления [128].

Джайсон Драго в своих работах также затрагивает вопрос реструктуризации, которая проводится на подготовительных стадиях первичных публичных размещений. В связи с этим, отмечается высокая роль топ-менеджмента и структуры корпоративного управления при использовании инструментов по привлечению капитала: они подвержены тщательной проверки со стороны нескольких взаимодействующих участников, что было отмечено в трудах многих ученых-экономистов [9].

Важным нефинансовым фактором, который также играет существенную роль в процессе использования инструментов привлечения капитала, является узнаваемость и устойчивость бренда. Чем лучше инвестор ознакомлен с деятельностью компании, тем больше шансов, что у организации получится привлечь необходимый объем капитала. Устойчивый бренд может способствовать минимизации затрат на дорожные шоу, а также увеличить вероятность достижения цели по получению достаточного объема финансирования.

В 2020 году Ernst&Young провели исследование среди институциональных инвесторов касательно их мнения относительно

нефинансовых показателей компаний при принятии решений. Абсолютное большинство инвесторов (98%) заявили о переходе к более строгому и тщательному подходу в оценке нефинансовых показателей компаний, что говорит о том, что данная информация никогда раньше не была для них настолько важной. В связи с этим также возрастает роль нефинансовой отчетности, которая получает большое внимание со стороны заинтересованных сторон и такого концепта как экологическое, социальное и корпоративное управление (Environmental, Social, and Governance, далее – ESG) [60]. В Российской Федерации основным регулятором контроля за нефинансовыми показателями выступает Центральный Банк – в 2014 году данным органом был опубликован документ под названием «Кодекс корпоративного управления», в который в 2021 году были внесены определенные изменения в части замены некоторых критериев оценки соблюдения принципов более продвинутыми корпоративными практиками [22]. В дополнение к этому в 2017 году было выпущено распоряжение Правительства Российской Федерации под названием «Концепция развития публичной нефинансовой отчетности», также являющееся документом, регулирующим нефинансовые показатели в стране. С учетом возросшего влияния различных стейкхолдеров на деятельность компаний роль нефинансовых показателей значительно увеличивается. В связи с этим, в экономике появляются и расширяются рейтинги социальной ответственности и устойчивого развития компаний. Кроме этого, нефинансовая отчетность, отражающая следование стратегии устойчивого развития, также приобретает все большую роль и притягивает внимание инвесторов. Публикация подобного типа отчетности позволяет провести всестороннюю оценку деятельности организации, не ограничиваясь только финансовыми показателями, но также анализируя ее вклад в дальнейшее развитие с учетом мирового экологического тренда и соответствие требованиям современной глобальной экологической политики, что особенно актуально, если финансирование привлекается на зарубежных фондовых рынках [100].

На основании проведенного исследования механизм привлечения капитала можно определить как совокупность методов и инструментов, с помощью которых компании имеют возможность получать финансовые ресурсы для развития своей деятельности, осуществления инвестиций или реализации проектов. Вместе с тем, существующее состояние макроэкономической нестабильности показывает необходимость в дополнении элементов данного механизма. С учетом кризисных проявлений элементы механизма были дополнены автором системной оценкой внешней среды и идентификацией ключевых индикаторов макроэкономической нестабильности, выбором способа привлечения капитала, а также разработкой и оптимизацией финансовой стратегии компаний.

В рамках финансовой стратегии компании, необходимо определять цели и возможные для использования методы и инструменты привлечения капитала. Методы, как более крупная категория, подразделяются автором на самофинансирование, долговое финансирование, долевое финансирование, проектное финансирование, а также государственное финансирование. При этом согласно иерархической теории структуры капитала, компании предпочитают внутренние источники финансирования внешним, а среди внешних приоритет отдается заемному финансированию, а не выпуску акций. В то же время, каждый инструмент привлечения капитала обладает своими особенностями, которые компаниям необходимо учитывать при их выборе и последующем использовании.

Глава 2

Влияние макроэкономической нестабильности на использование механизма привлечения капитала российскими компаниями

2.1 Развитие и особенности российского рынка капитала

Механизм привлечения капитала на российском рынке, несомненно, обладает своими особенностями. Сформированы они были в процессе своего развития, которое началось с 90-х годов XX века, а именно с момента перехода к рыночной экономике. Как и в предыдущей главе, анализ предлагается провести согласно разработанной классификации методов и инструментов привлечения капитала.

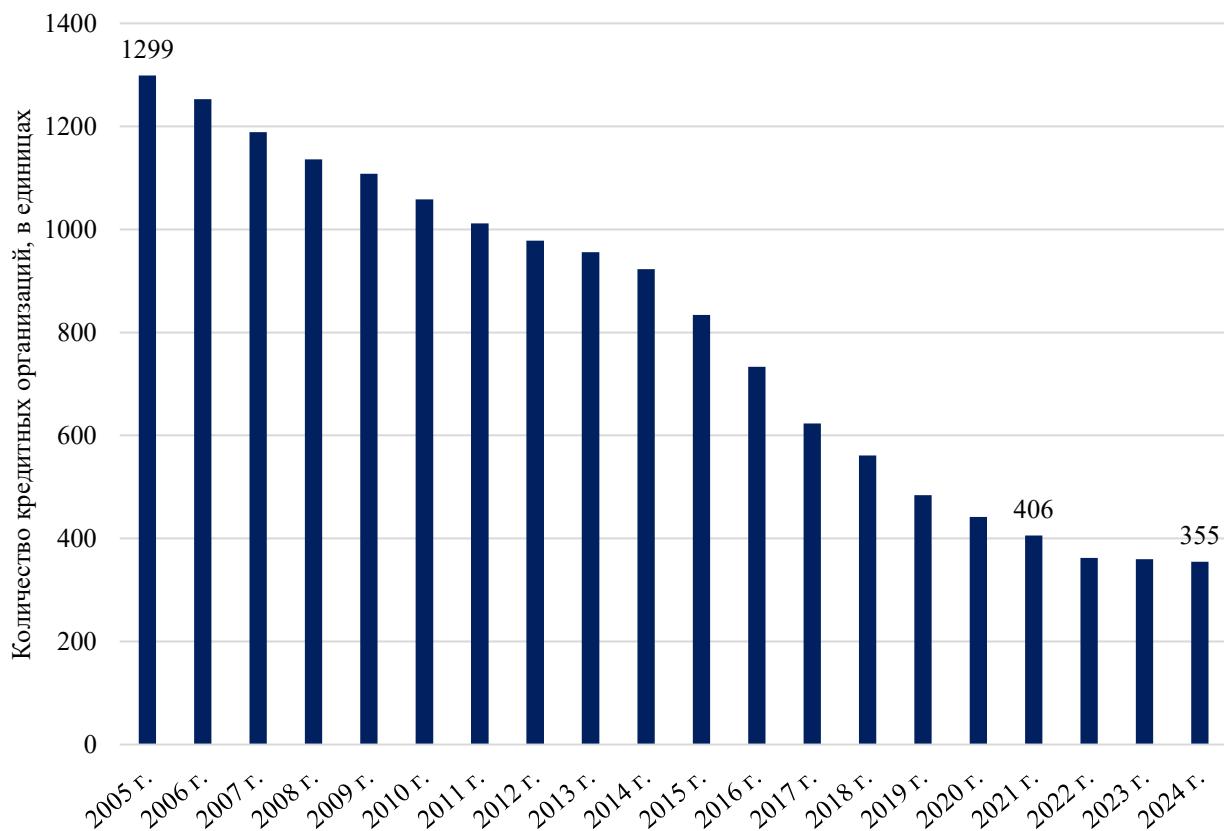
Переходя к долговому финансированию, первым к рассмотрению предлагается российский рынок кредитования. В исследовании, которое было проведено Бровкиной Натальей Евгеньевной, кредитный рынок определяется как организационно и институционально оформленное системное образование, на котором формируются отношения между кредиторами и заемщиками в целях обретения соответствия между спросом на кредитные продукты и их предложением. Позволяя аккумулировать временно свободные денежные средства хозяйствующих субъектов и личные сбережения граждан, кредитный рынок выполняет функции ценообразования, стимулирования спроса и предложения, и перераспределения [15].

Период экстенсивного роста российского кредитного рынка пришелся на начало XXI века: за период с 2001 года по 2010 год более чем в шесть раз вырос ВВП в номинальном выражении, активы банковского сектора увеличились практически в 14 раз. Стоит также отметить, что длительное время в структуре российского межбанковского рынка, как и во многих других сферах экономики, преобладали международные сделки. Несомненно, после

2014 года внутренние операции стали превалировать ввиду введения санкций в отношении ряда российских банков [15].

Консолидация в банковском секторе является одним из процессов, характеризующих российский финансовый сектор.

Рисунок 10 демонстрирует количество кредитных организаций, которые имеют право на осуществление банковских операций. Как можно увидеть, показатель снизился с 1299 организаций в 2005 году до 406 в 2021 году. За тот период, который российская экономика живет в состоянии серьезного санкционного давления, процесс консолидации не замедлился. По состоянию на август 2024 года количество кредитных организаций, осуществляющих банковские операции, сократилось до 355. В то же время в российской экономике основными игроками на кредитном рынке остаются 30 крупнейших банков, доля которых выросла с уже высокого уровня в 73% активов банковской системы на начало 2011 года до более чем 80% к 2020 году [106].



Источник: составлено автором по материалам [106].

Рисунок 10 – Количество кредитных организаций, имеющих право осуществлять банковские операции

Ключевой стратегией денежно-кредитной политики, которую использует Центральный банк Российской Федерации как мегарегулятор экономики страны, является таргетирование инфляции. Основным инструментом в рамках данного процесса является ключевая ставка, изменяя которую есть возможность воздействовать на динамику процентных ставок всего финансового рынка. Это непосредственно влияет на экономических агентов страны и на их решения относительно инвестиций, потребления и сбережений.

Общий объем банковского кредитования в Российской Федерации вырос более чем в три раза за 10 лет: если по состоянию на 1 января 2012 года показатель составлял 24 319,5 миллиардов рублей, то в начале 2022 года он был равен 77 473,6 миллиардов рублей. Доля корпоративного кредитования при этом снизилась с 75,7% в 2012 году до 67,0% в 2022 году [75].

Становление современного долгового рынка, как и остальных сегментов российской финансовой системы, связано с переходом страны к рыночной экономике в конце прошлого века, а также выпуском в 1993 году первых государственных краткосрочных облигаций. В конце XX века и в начале XXI века на рынок были выпущены корпоративные бумаги таких эмитентов, как ПАО «Лукойл», ПАО «Газпром», ОАО «ТНК» и другие. В период до мирового финансового кризиса 2008 года российский долговой рынок обладал высокими темпами роста, значительно увеличивая предельные объемы выпуска (до 10 миллиардов рублей). Рынок корпоративных облигаций также укреплялся из года в год: в 2001 году объем выпуска подобных бумаг составлял 28 миллиардов рублей, в 2004 году уже 142 миллиарда рублей, в 2007 году – 486 миллиардов рублей [76]. Дальнейшее развитие российского долгового рынка регулярно прерывалось на кризисные события, которые сложились в российской экономике в 2008 году и 2014 году. По состоянию на 2021 год в общей структуре долгового рынка Российской Федерации 34% составляли облигации федерального займа, 30% – облигации Банка России, доля корпоративных облигаций была 33% [76].

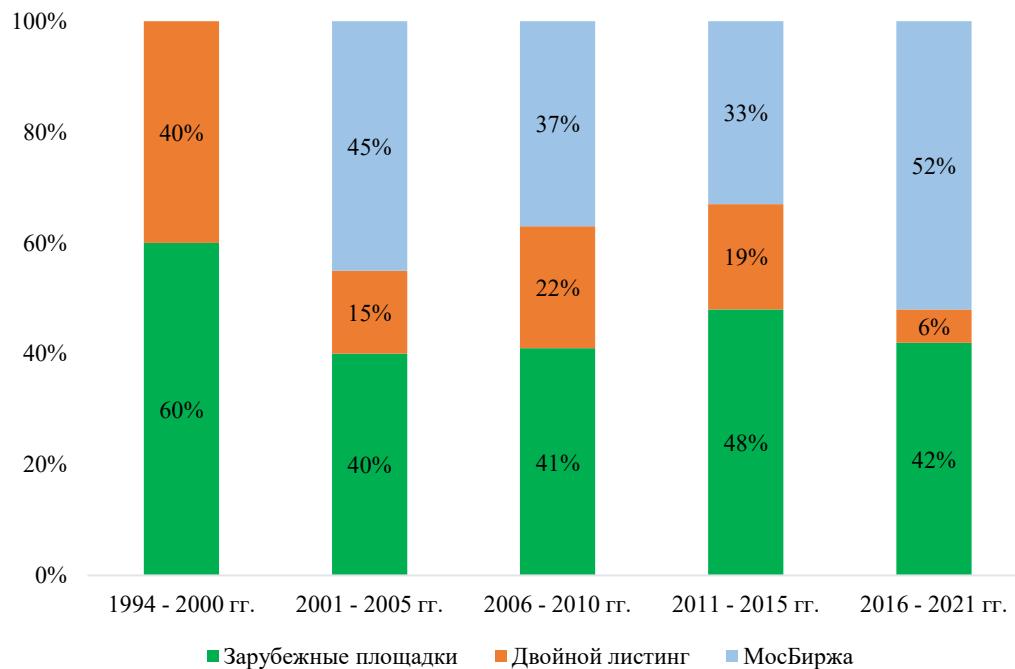
В 1990-х годах XX века свое развитие также начал российский рынок публичных размещений. Первое размещение акций российской компании состоялось в 1996 году на Нью-Йоркской фондовой бирже (New York Stock Exchange, далее – NYSE) – компания ПАО «ВымпелКом» смогла привлечь 127 миллионов долларов США. В 2002 году компания ОАО «РБК Информационные системы» произвела первое IPO на российской фондовой бирже, в рамках которого от инвесторов было получено 14 миллионов долларов [111].

С самого начала развития российского рынка привлечения капитала компании предпочитали осуществлять размещения на западных площадках. Это было обусловлено тем, что российский рынок на протяжении долгого времени не был готов предоставить достаточный объем капитала для выполнения необходимых задач. В связи с этим частные компании были вынуждены искать финансирование на зарубежных площадках.

Помимо размещения на западных фондовых площадках, компании также могут использовать процедуру двойного листинга. В рамках данного процесса организации осуществляют размещение своих ценных бумаг на нескольких биржах, например, в Москве и в Лондоне. Компания, которая проходит листинг на двух биржах, получает ряд неоспоримых преимуществ. В первую очередь двойной листинг позволяет организации получить доступ к расширенной базе инвесторов и, соответственно, к дополнительному капиталу. Это позволяет диверсифицировать процесс привлечения капитала вместо того, чтобы полагаться только на один рынок, внутренний или внешний. Кроме того, размещение ценных бумаг на двух биржах позволит увеличить ликвидность акций. Тем не менее, осуществление двойного листинга требует значительных финансовых затрат для организации дорожного шоу для инвесторов на обоих рынках, а также дополнительных административных ресурсов компании.

Как можно увидеть на рисунке 11, до начала XX века ни одно первичное публичное размещение не было осуществлено на российских

фондовых площадках. В первую очередь, это было вызвано тем, что российский рынок не мог предоставить тот объем капитала, который был необходим компаниям для достижения поставленных целей.

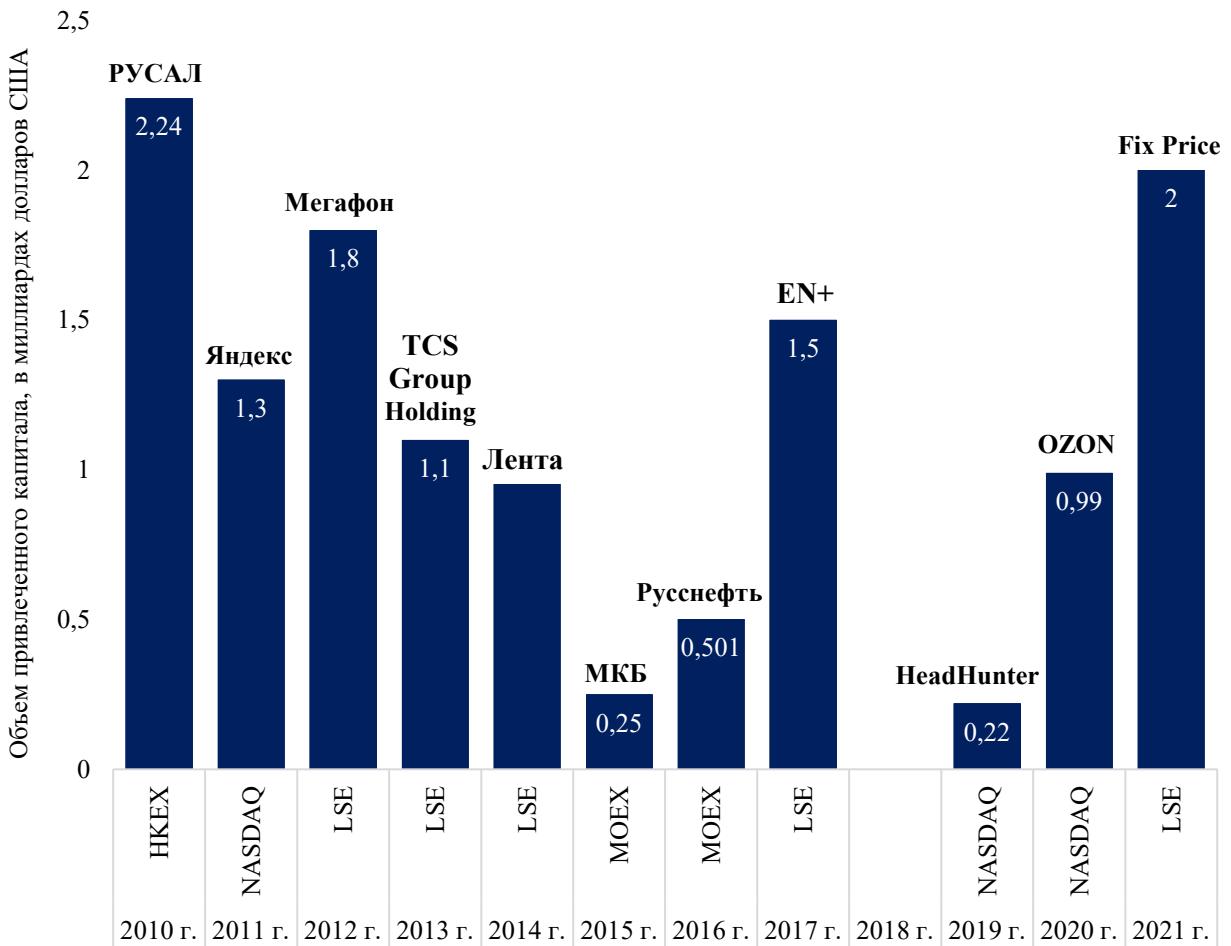


Источник: составлено автором по материалам [46].

Рисунок 11 – Распределение публичных размещений российских компаний по видам, 1994-2021 гг.

Случившийся кризис и введенные против Российской Федерации санкции уменьшили количество компаний, которые привлекают капитал на зарубежных финансовых рынках. В период с 2016 года по 2021 год, доля размещений на российском рынке впервые с момента его появления превысила 50% [46]. Стоит обратить внимание, что объем двойного листинга также значительно снизился в последние годы. Изменение данного показателя может свидетельствовать о том, что компаниям становится сложно осуществлять размещение на двух биржах ввиду возросших административных расходов. В то же время, несмотря на происходившие изменения в структуре размещений, за период с 2010 года по 2021 год наиболее крупные сделки были организованы на зарубежных площадках. На рисунке 12 представлены крупнейшие первичные публичные

размещения российских компаний за указанный период, в рамках которых удалось привлечь капитал в размере, превышающем 500 миллионов долларов США.



Источник: составлено автором по материалам [50; 51].

Рисунок 12 – Крупнейшие российские IPO

При этом стоит отметить, что большинство из них были проведены на таких биржах, как Лондонская фондовая биржа (London Stock Exchange, далее – LSE) или NASDAQ. Ситуация значительно ухудшилась в 2022 году, когда ввиду санкционного давления компании окончательно лишились возможности осуществлять размещения на зарубежных фондовых площадках. В связи с этим все произошедшие в этот период выпуски ценных бумаг были проведены на Московской бирже.

После 2022 года самым крупным выпуском ценных бумаг стало первичное публичное размещение компании ПАО «Элемент» в мае 2023 года. Стоит отметить, что объем полученного капитала составил около 15 миллионов долларов, что не сравнится с тем размером капитала, который ранее возможно было привлекать на крупнейших мировых фондовых площадках [40].

Как видно из таблицы 4, за период с 2010 года по 2022 год, до начала санкционного давления со стороны мировой финансовой системы, на внутреннем фондовом рынке Российской Федерации было проведено 27 первичных публичных размещений, при этом большинство из них (больше 50%) позволили привлечь более семи миллиардов рублей.

Кроме того, два размещения – ПАО «Совкомфлот» и ПАО «АК «АЛРОСА» – позволили эмитентам получить финансирование свыше 40 миллиардов рублей.

Таблица 4 – Объем первичных публичных размещений на российском рынке

Классификация компаний по количеству привлеченного капитала, в миллионах рублей	Название эмитента	Объем привлеченного капитала, в миллионах рублей
1	2	3
50 – 999	АО «РНТ»	303,70
	ПАО «ДИОД»	297,30
	ПАО «Фармсинтез»	528,00
	ОАО «Мультисистема»	98,00
	ОАО «Живой офис»	516,00
	ПАО «ТПГ АЭССЕЛЬ»	207,00
1000 – 2999	АО «Русское море»	2 733,60
	ПАО «ГК «Самолет»	2 900,00
3000 – 4999	ПАО «Новороссийский комбинат хлебопродуктов»	3 700,00
	ПАО «ЛК «Европлан»	3 270,00
	ПАО «Глобалтрак менеджмент»	3 850,00
	АО «КТК»	4 981,30
	ПАО «Обувь России»	6 200,00

Продолжение таблицы 4

1	2	3
более 7000	АО «ЦВ «ПРОТЕК»	12 149,50
	ПАО «Мостотрест»	11 785,00
	ПАО «Московская Биржа ММВБ-РТС»	15 000,00
	ПАО «АК «Алроса»	41 300,00
	ПАО «Научно-производственная корпорация «Объединенная Вагонная Компания»	9 030,00
	ПАО «Московский Кредитный Банк»	13 200,00
	ПАО «ФГ Будущее»	11 700,00
	ПАО «НК «Русснефть»	32 400,00
	ПАО «Детский мир»	21 100,00
	ПАО «СПБ Биржа»	12 893,90
	ПАО «Группа Ренессанс страхование»	17 700,00
	ПАО «Сегежа Групп»	30 000,00
	АО «Европейский медицинский центр»	36 840,00
	ПАО «Совкомфлот»	42 900,00

Источник: составлено автором по материалам [22; 38].

Тем не менее подобные показатели все равно недостаточны для большинства компаний в сравнении с тем объемом финансирования, которое возможно получить на зарубежных фондовых площадках.

Стоит также отметить, что одной из основных особенностей размещений на российском рынке – как выпуска акций, так и облигаций – является высокая доля иностранных инвесторов. К примеру, в 2015 году доля нерезидентов в обороте на рынке акций составила 44%. В последующие годы данный показатель также оказывался в диапазоне с 40% до 50%.

Российский рынок привлечения капитала и все его сегменты начали свое развитие в конце XX века после перехода к рыночной экономике. Наиболее развитым сегментом является кредитный рынок, который используется большинством компаний для получения финансирования.

На протяжении всей истории развития российские эмитенты предпочитали осуществлять первичные публичные размещения акций на зарубежных площадках, которые позволяли привлечь необходимый объем финансирования. Несмотря на то, что более 50% размещений, проведенных на российском рынке, позволили эмитентам привлечь более семи миллиардов рублей, данные значения все равно не были оптимальными для организаций и не закрывали необходимые потребности в финансировании.

2.2 Анализ влияния факторов текущей макроэкономической нестабильности на стоимость и структуру капитала российских компаний и использования методов и инструментов привлечения финансирования

Российская экономика столкнулась с серьезными вызовами 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 [47]. Все эти факторы привели к тому, что по итогам 2022 года ВВП Российской Федерации снизился на 2,1% по данным Росстата и на 2,2% по данным МВФ [42; 70]. Несмотря на падение, данный показатель можно трактовать скорее как положительный итог года: в апреле 2022 года эксперты МВФ предрекали сокращение российской экономики на 8,5%. Таким образом можно признать, что экономика государства смогла адаптироваться к сложившейся ситуации [17].

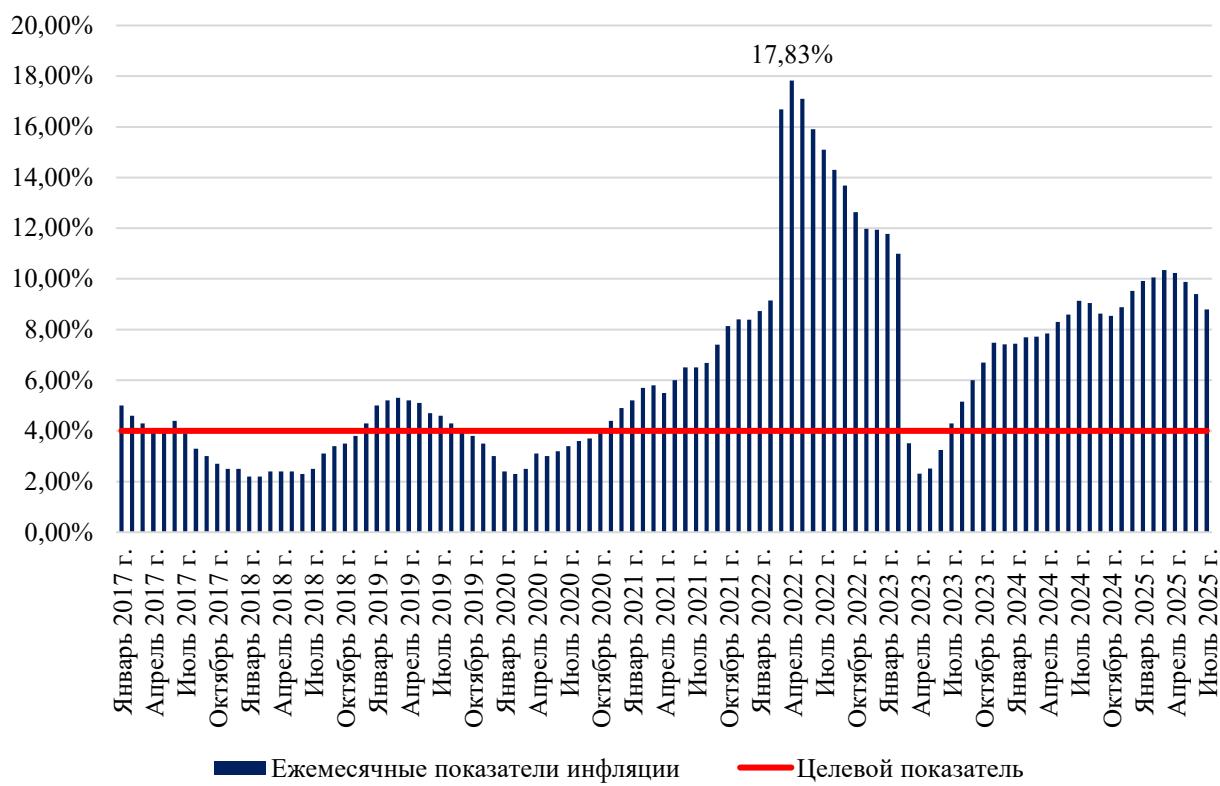
Санкционные ограничения, которые в первую очередь были направлены на дестабилизацию финансового сектора, затронули практически все сферы жизни государства. В качестве одного из основных ограничений можно выделить запрет на использование доллара и евро для российских компаний в международных расчетах с контрагентами. Кроме того,

крупнейшие российские банки были отключены от международной межбанковской системы SWIFT, что также оказало серьёзное влияние на российскую экономику. Большой удар пришелся и на российские сырьевые компании, которые столкнулись со сложностью в реализации своей продукции: несмотря на рост добычи, произошло значительное снижение объемов продаж. Увеличение экспортных цен позволило частично скомпенсировать подобное падение. Однако ввиду того, что на продажу топливно-энергетических товаров приходится 54% в структуре экспорта, все эти факторы оказали значительное влияние на российскую торговлю и на состояние экономики в целом [94]. В дополнение к этому, из-за введенного 3 декабря 2022 года ограничения по стоимости барреля нефти российские компании были вынуждены переориентировать сбыт своей продукции на иные рынки, в основном на такие дружественные страны, как Индия и КНР.

Уход иностранных компаний с российского рынка также является одним из последствий геополитического кризиса и напрямую влияет на состояние экономики. Согласно проведенному исследованию Российской академии наук, к началу четвертого квартала 2022 года из 600 крупнейших иностранных компаний, осуществляющих свою деятельность на российском рынке, 34% приняли решение временно ограничить свою работу в стране, 15% были готовы передать бизнес российским собственникам, в то время как 7% заявили об окончательном уходе с российского рынка. Потенциальные страны и компании, их представляющие, которые могли бы быть готовы инвестировать в российскую экономику, испытывают опасения относительно введения вторичных санкций за сотрудничество с Российской Федерацией. Это является одним из основных препятствий для укрепления взаимоотношений с международными инвесторами [1].

В первой главе данной работы были рассмотрены основные показатели, которые могут свидетельствовать о состоянии макроэкономической нестабильности. При исследовании российской экономики предлагается начать с рассмотрения инфляции.

Рисунок 13 демонстрирует ежемесячные показатели инфляции в российской экономике за период с января 2016 года по ноябрь 2024 года. Уровень 4% был выбран в качестве целевого показателя как таргетированное значение у Центрального банка Российской Федерации. Наибольшие колебания инфляции за последние 8 лет произошли во втором и третьем кварталах 2022 года после начала санкционного давления на российскую экономику – весной данный показатель подскочил практически до 18%.



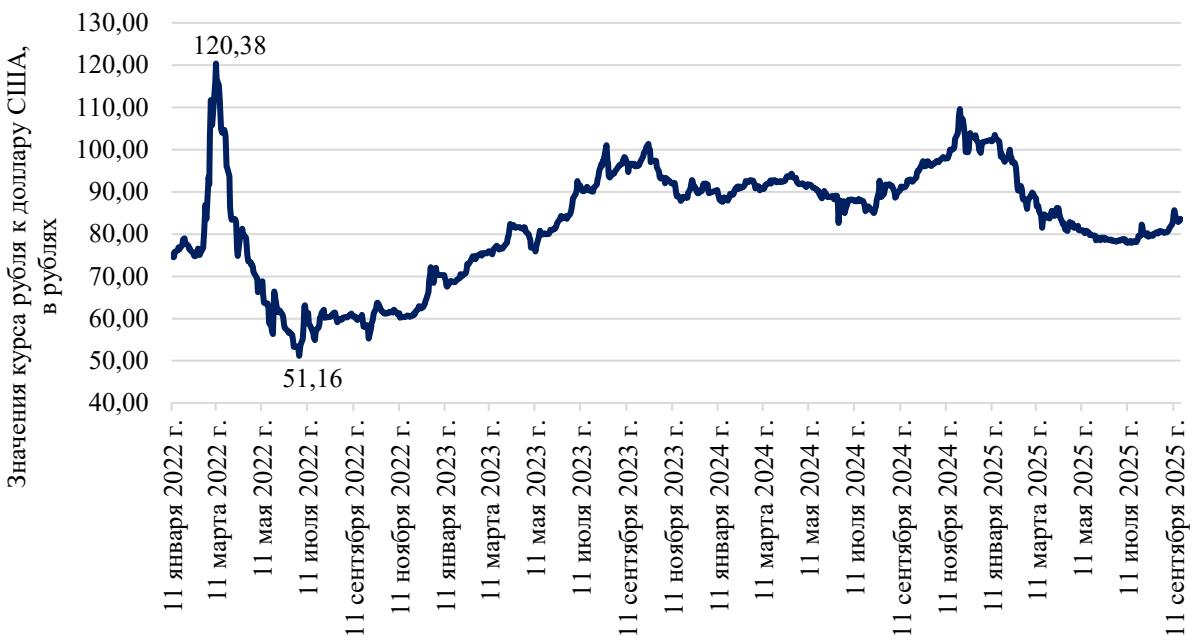
Источник: составлено автором по материалам [22; 44].

Рисунок 13 – Ежемесячные показатели инфляции в Российской Федерации

Подобные отклонения от обычной волатильности являются теми самыми шоками, которые формируют состояние нестабильности в экономике. Как можно увидеть, те меры, которые были использованы Центральным банком Российской Федерации для смягчения ситуации, привели к возвращению показателей инфляции к нормальным значениям.

Колебания курсов национальной валюты также являются одним из показателей наступления макроэкономической нестабильности в экономике. Рисунок 14 демонстрирует значения курса рубля по отношению к доллару

США с января 2022 года по сентябрь 2025 года. Как можно увидеть, наибольшие колебания были продемонстрированы в начале 2022 года: в марте курс резко вырос с 75 рублей до 120 рублей, после чего к середине июля случилось его падение до показателя в 51 рубль.

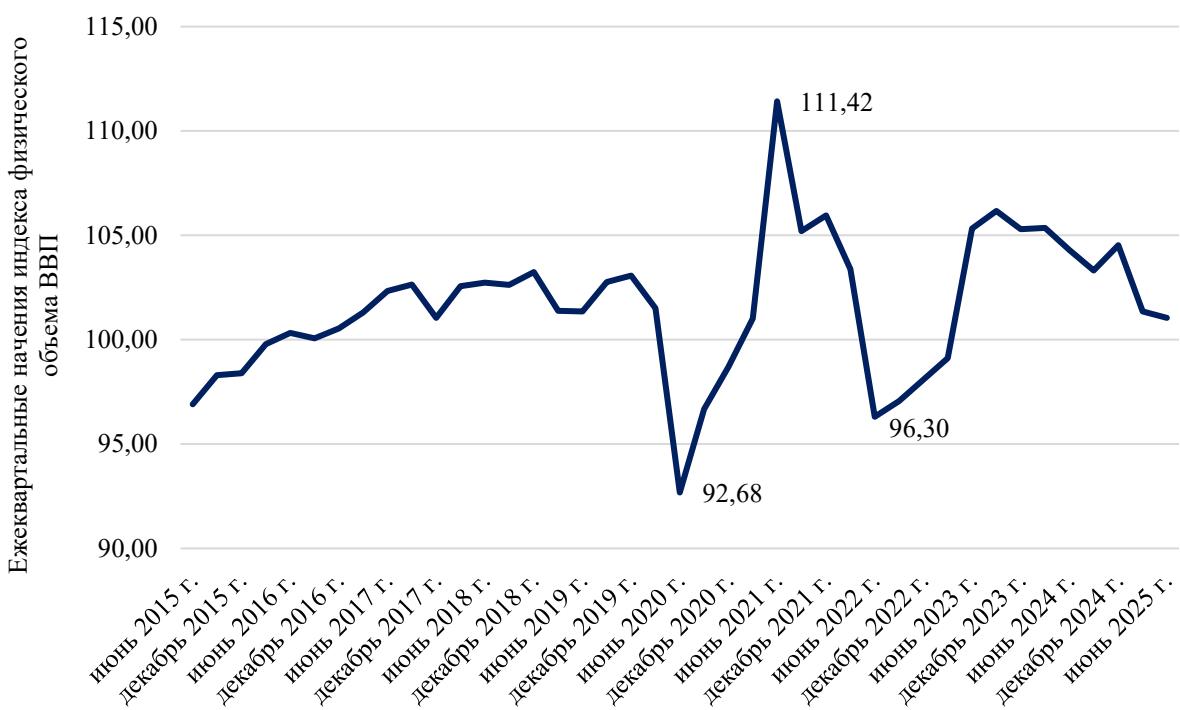


Источник: составлено автором по материалам [22].

Рисунок 14 – Ежемесячные показатели инфляции в Российской Федерации

Индекс физического объема ВВП в российской экономике в последние годы также был подвержен значительным шокам и серьезным колебаниям. Значения индекса физического объема ВВП с 2015 года по 2025 год представлены на рисунке 15.

Пандемия COVID-19 оказала серьезное влияние на данный индикатор – значение снизилось до 92,68 к июню 2020 года со 101,51 в марте. Резкий рост в июне 2021 года был нивелирован столь же значительным падением до 96,30 летом следующего года. Сложившиеся колебания свидетельствовали о серьезном давлении на российскую экономику в период с 2020 года по 2023 год, когда индекс начал показывать более стабильные значения. По состоянию на июнь 2025 года, индекс физического объема ВВП составил 101,05.



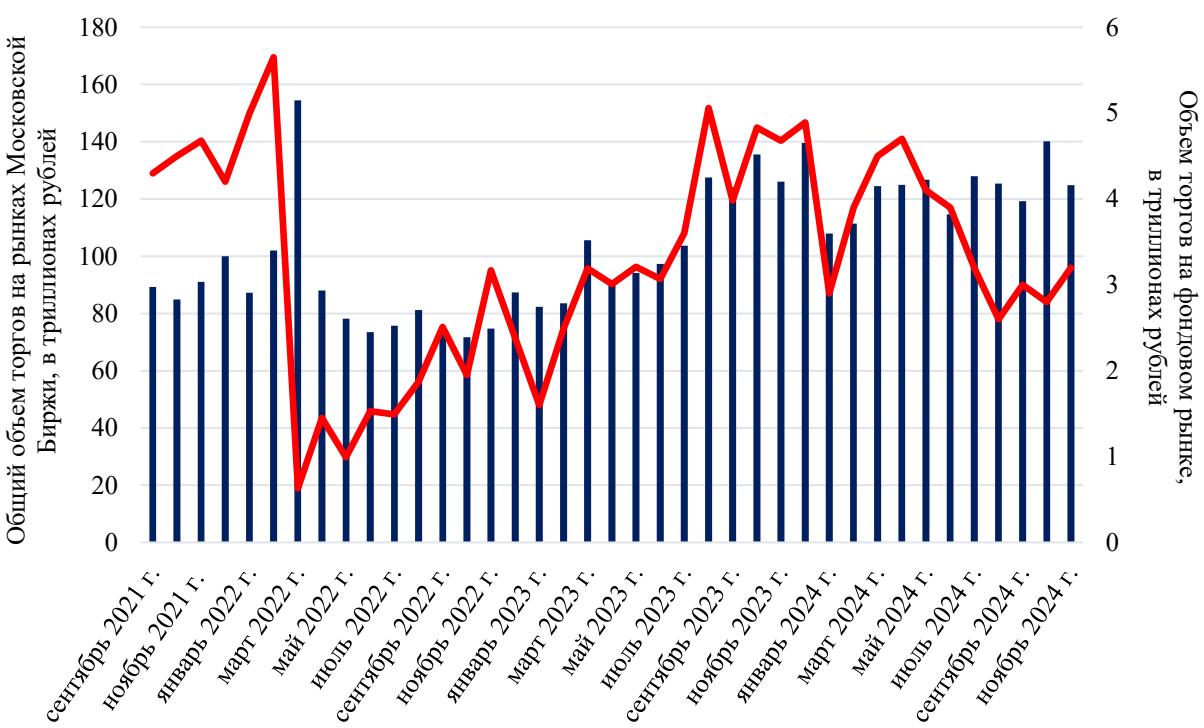
Источник: составлено автором по материалам [44].

Рисунок 15 – Индекс физического объема ВВП

Показатели безработицы в российской экономике уже несколько лет находятся на аномально низком уровне. За последние 6 лет пик пришелся на август 2020 года, когда безработица составила 6,4%. В мае 2025 года данный показатель обновил исторический минимум со значением 2,2%, который сохранялся и в последующие 2 месяца. Как было сказано ранее, аномально низкие значения безработицы могут свидетельствовать о перегреве экономики [61].

Сложная ситуация также сложилась на российском фондовом рынке. В феврале-марте 2022 года сложилась высокая волатильность. В марте объем торгов на фондовом рынке снизился практически в девять раз по сравнению с февралем и в семь раз по сравнению с марта 2021 года, до 635,3 миллиардов рублей. Индекс РТС уменьшился на 35%, индекс Московской биржи – на 43,1%. Согласно рисунку 16, общий объем торгов снизился с 30,0 триллионов рублей до 17,6 триллионов рублей, при этом среднедневной объем торгов составил 69,5 млрд рублей в сравнении со 117,6 млрд рублей годом ранее. Аналогичная ситуация сложилась и на рынке облигаций: совокупный объем

уменьшился на 13% до 19,6 триллионов рублей в сравнении с 2021 годом [93]. В то же время важно обратить внимание, что общий объем торгов за данный период значительно увеличился. По итогам 2022 года совокупный объем торгов на Московской бирже вырос на 4,6% и составил 1,1 квадриллиона рублей, что на тот момент являлось максимальным показателем за всю историю. Основной причиной стало значительное увеличение объемов торгов на денежном рынке (на 41,2%) и на рынке агропродукции (рост в пять раз) [38].



Источник: составлено автором по материалам [38].
Рисунок 16 – Общий объем торгов на рынках Московской биржи и объем торгов на фондовом рынке, 2021-2024 гг.

Для того чтобы сдержать падение рынка, торги на фондовых площадках были остановлены практически на месяц, при этом также были введены ограничения на деятельность нерезидентов. С учетом этого структура участников торгов претерпела серьезные изменения. Если в конце 2021 года количество нерезидентов составляли чуть меньше половины по обороту сделок с акциями, то в 2022 году этот показатель был уже менее 1%. Помимо нерезидентов, второй силой на рынке акций всегда были физические лица, для

которых иностранные инвесторы также нередко выступали контрагентами по сделкам. По состоянию на конец 2022 года именно данная категория участников заняла долю нерезидентов в структуре торгов на российском рынке – их доля в обороте составила около 80% от всех участников [32].

Как мы говорили в предыдущей главе, состояние нестабильности оказывает серьезное влияние на стоимость и структуру капитала компаний. В то же время, для возможности использования выводов в оптимизации финансового планирования организации, важно проследить, каким образом те или иные кризисные явления оказывают влияние на организации.

Влияние различных факторов изучалось в работах большого количества ученых. В исследовании Е.В. Королевой и О.М. Макаровой, проведенного в 2023 году, факторы, влияющие на структуру капитала, были разделены на две большие группы. Первой из них стали макрофакторы, в числе которых авторы выделяют уровень инфляции, конъюнктуру товарного рынка, емкость финансового рынка, цикл экономического развития и другие. В числе же микрофакторов были обозначены размер компании, ее возраст, прибыльность, возможности для дальнейшего роста и пр. [104]. Работа Джавадовой О.М. и Капиносова И.В. направлена именно на факторы, которые необходимо учитывать в системе стратегического управления. Их классификация подразумевает разделение факторов на внутренние, среди которых выделяются управленческие, технико-экономические, финансово-экономические, инвестиционные и другие, а также на внешние, в числе которых авторы указывают макроэкономические, природно-климатические, а также риск [86].

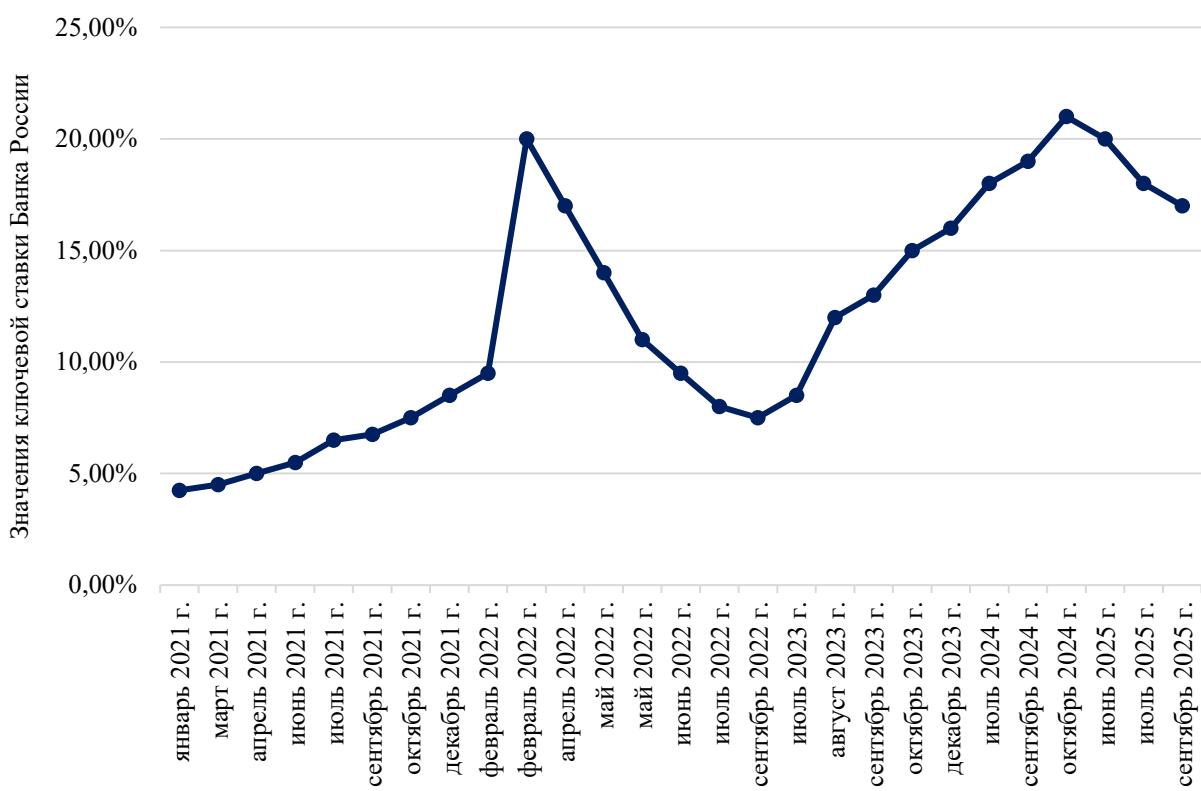
В то же время, несмотря на существование различных классификаций, они не учитывают те факторы, которые влияют на структуру и стоимость капитала компаний в периоды экономической нестабильности, в особенности той, которая сложилась на российском рынке с 2022 года. Сама по себе структура мер санкционного давления была рассмотрена в работе Федотовой М.А., Погодиной Т.В. и Карповой С.В. Согласно авторам, методы

воздействия были разделены на прямые и косвенные, в то время в качестве инструментов воздействия были выделены экономико-технологические и социальные [118]. В рамках данного исследования автором предлагается классификация факторов, влияющих на структуру и стоимость капитала компаний в период экономической нестабильности, начавшейся с 2022 года. Данная классификация разделяет все рассмотренные факторы на три большие группы, представленные в Приложении В.

Несмотря на произошедшие геополитические потрясения, банковское кредитование остается ключевым инструментом привлечения финансирования для российских компаний. В 2022 году в российской экономике продолжился рост корпоративного кредитования – общий объем выданных кредитов составил 59,1 трлн рублей, продемонстрировав рост в 14,3%. Как можно увидеть на рисунке 17, в первой половине 2022 года ключевая ставка Банка России возросла с 8,5% до 20%, однако затем снизилась до 9,5% к началу третьего квартала. В связи с этим во втором квартале года средняя ставка потребительского кредита составила 13%, снизившись к концу года до 9%.

С учетом значительного роста показателя объем кредитования мог заметно снизиться. Тем не менее, рост объемов корпоративного кредитования был вызван в первую очередь отсутствием возможности внешних заимствований из-за существующих геополитических событий и макроэкономической нестабильности.

Кредитная активность населения и компаний росла быстрыми темпами после серьезного падения в первом и втором кварталах 2022 года [21; 32]. Аналогичная ситуация сложилась и в 2023 году. Поступательный рост ставки – до 21% в 4 квартале 2024 года – значительно ограничивает возможность компаний привлекать финансирование путем заемных средств [22]. Рост кредитования в большей степени проявился в производственном секторе, который столкнулся с трудностями после введения санкций.



Источник: составлено автором по материалам [22].

Рисунок 17 – Динамика ключевой ставки Центрального Банка Российской Федерации

Российским компаниям пришлось переориентировать торговые потоки и поставки оборудования, в связи с чем возникла необходимость в привлечении дополнительного капитала. Кроме того, серьезное санкционное давление на крупный бизнес снизило объем его финансирования – данный показатель уменьшился на 27% в сравнении с 2021 годом. В то же время запуск процедуры параллельного импорта, уход иностранных компаний с внутреннего рынка и последующая необходимость в занятии данных ниш, переориентация логистических цепочек на дружественные страны, значительно увеличили количество кредитов, выданных компаниям малого и среднего бизнеса.

По итогам 2022 года объем кредитов субъектам МСП составил 11,4 триллионов рублей, продемонстрировав рост в 8% относительно предыдущего года, также показав региональное распределение. Большинство кредитов МСП было выдано в Дальневосточном округе, который стал основным с точки зрения переориентации торговых и транспортных потоков.

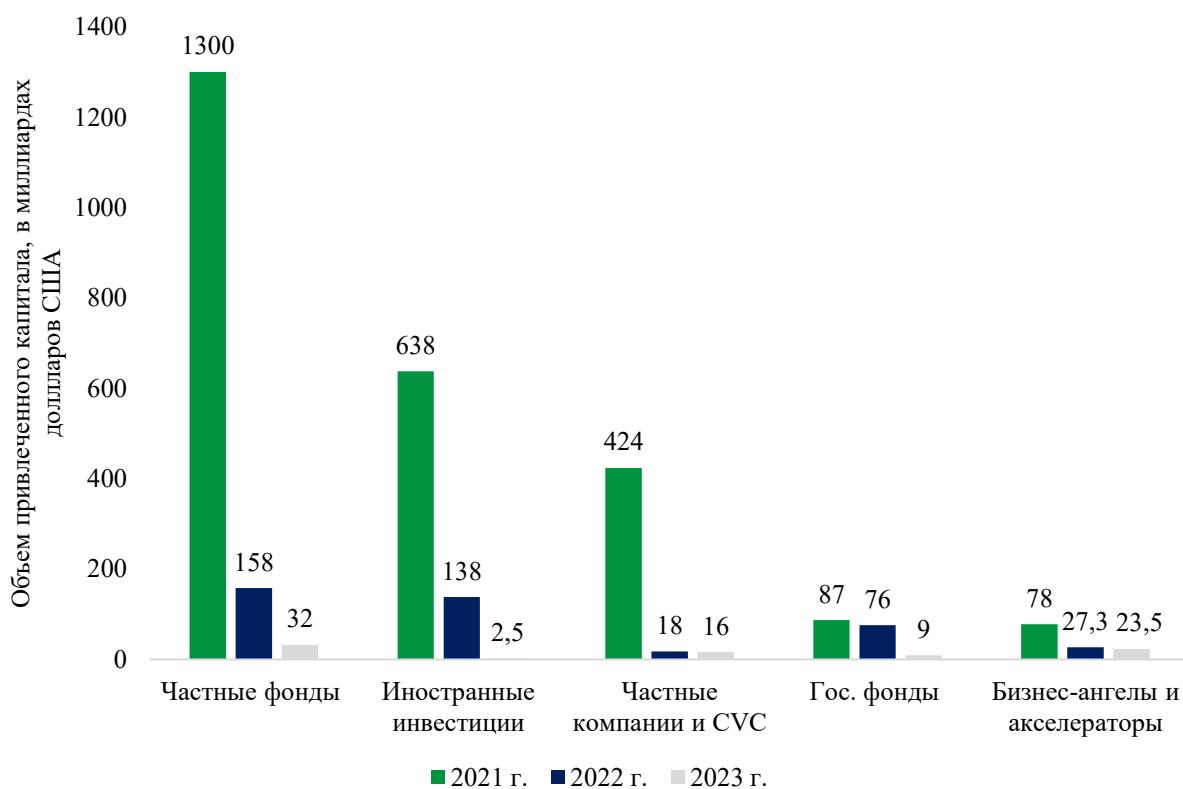
Доля отказов по одобренным кредитам компаниям малого и среднего предпринимательства также снизилась с показателя в 55% в марте до 40% к концу 2022 года [34].

Стоит отметить, что повышение ключевой ставки Центрального банка увеличило средневзвешенную ставку по кредитам для компаний малого и среднего бизнеса лишь на два процентных пункта, в то время как по некоторым краткосрочным кредитам для крупного бизнеса (до одного года) рост составлял до 10 процентных пунктов. Подобная ситуация также стала одним из факторов роста объема кредитов малому и среднему бизнесу. Тем не менее, данная ситуация нехарактерна для российского банковского рынка, где ставки для МСП всегда были выше ввиду повышенного риска подобных операций. Основное влияние на этот процесс оказали государственные программы поддержки малого и среднего бизнеса, в том числе введение в 2021 году нового «зонтичного» механизма, при котором Корпорация МСП оказывает поручительство при кредитовании в том случае, если у предпринимателя нет возможности внести залог для получения финансирования [34].

Следующим методом финансирования на российском рынке, состояние которого будет рассмотрено в данной работе, станет венчурное инвестирование и средства бизнес-ангелов. Согласно исследованию, проведенному компанией Dsight, в 2022 году на российском рынке было осуществлено 137 сделок по венчурному финансированию на общую сумму в 819 миллионов долларов США. Как показано на рисунке 18, годом ранее было осуществлено более 300 сделок, по итогам которых было привлечено более 2,5 миллиардов долларов США. Финансирование компании Insilico Medicine на сумму в 60 миллионов долларов США стало самой крупной сделкой в 2022 году.

При этом наибольший интерес со стороны венчурных инвесторов привлекли компании из сектора биотехнологий (семь сделок на сумму в 119 миллионов долларов США), из транспортной и логистической сфер

(13 сделок, объем привлеченных средств – 44 миллиона долларов США), а также из сектора электронной коммерции, где по итогам 6 проведенных сделок было привлечено 41 миллион долларов США.



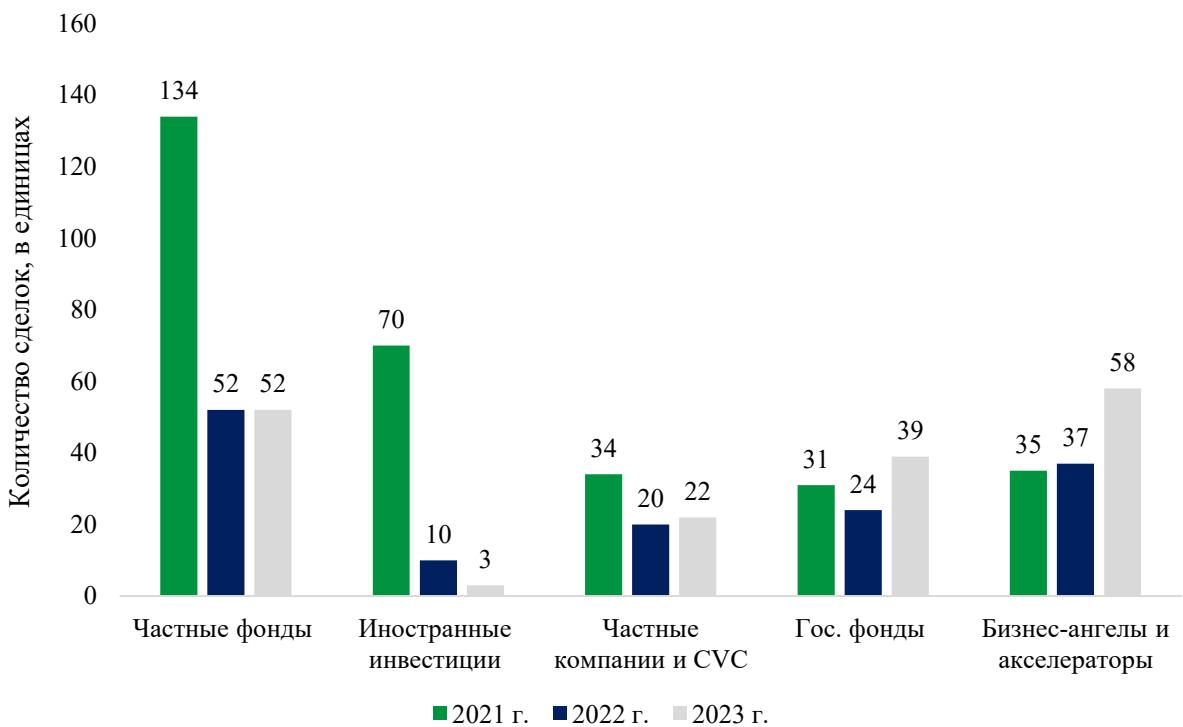
Источник: составлено автором по материалам [24; 25].

Рисунок 18 – Объем привлеченного венчурного капитала в зависимости от типа инвесторов

Стоит отметить, что из объема, привлеченного компаниями E-commerce, около 40 миллионов долларов США было получено онлайн-гипермаркетом ООО «ВсеИнструменты.ру» в феврале 2022 года [24].

Несмотря на увеличение количества сделок до 175, общий объем финансирования, который был получен в 2023 году, снизился на 80% и составил 84 миллионов долларов США, что оказалось значительно ниже даже кризисного 2022 года.

Рисунок 19 демонстрирует, что иностранные инвестиции сократились с десяти сделок до трех в прошлом году. Еще большее падение произошло в 2023 году в объеме инвестиций частных фондов (снижение в пять раз) и государственных фондов (снижение в восемь раз).



Источник: составлено автором по материалам [24; 25].

Рисунок 19 – Количество сделок венчурного финансирования в зависимости от типа инвесторов.

Как можно увидеть, частные фонды, как и ранее, продолжают играть ключевую роль в процессе венчурного финансирования.

Одной из особенностей стало снижение среднего чека по осуществленным сделкам. На ранних стадиях чек уменьшился в шесть раз, на поздних стадиях данный показатель снизился более чем в 15 раз до значения в 1,8 миллионов долларов США [25].

В 2021 году иностранные инвестиции занимали второе место по объему полученных инвестиций, и самые крупные сделки с иностранными инвесторами были проведены до марта 2022 года. Стоит отметить, что их доля и роль значительно снижались в последующие годы. По итогам 2023 года было осуществлено всего три сделки с участием иностранных инвесторов, в рамках которых компаниями было привлечено 2,5 миллиона долларов США. В то же время, можно ожидать оживления активности в данном направлении ввиду возросшего интереса к подобным сделкам со стороны инвесторов из СНГ и из азиатского региона [24; 25].

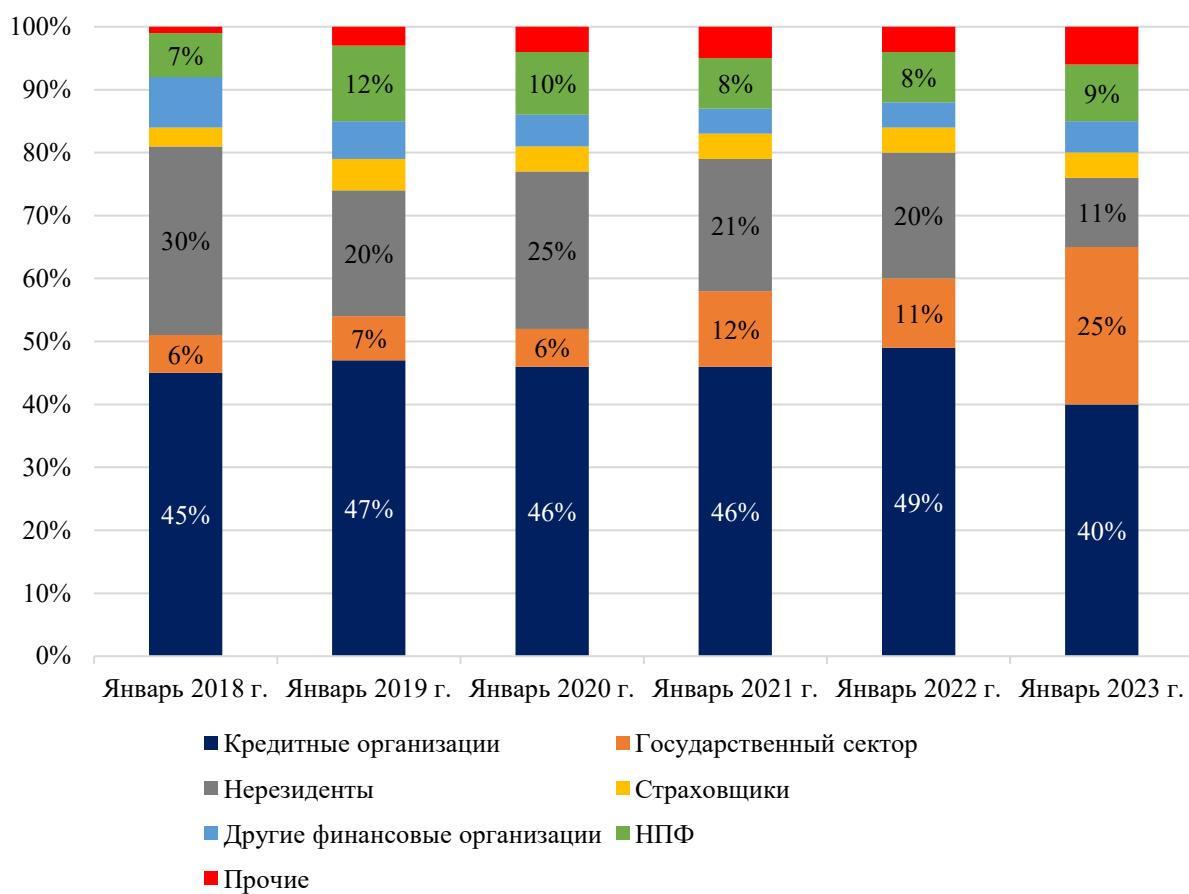
Испытаниям в 2022 году также подвергся российский рынок облигаций. После событий, произошедших в феврале прошлого года, данный сектор оказался практически изолирован от мирового финансового рынка. Доля иностранных инвесторов снизилась с 20% в 2021 году до 11% на конец 2022 года. Также стоит отметить, что наибольшее сокращение доли нерезидентов в облигациях произошло в ноябре 2022 года в рамках принудительного перевода бумаг из Euroclear в Небанковскую кредитную организацию акционерное общество «Национальный расчетный депозитарий» (далее – НКО АО «НРД»). В то же время, уход иностранных инвесторов заметно снизил ликвидность российского рынка государственных облигаций. За два первых месяца 2022 года среднедневной объем торгов облигаций федерального займа (далее – ОФЗ) на Московской бирже составлял 85 миллиардов рублей, в то время как в последующие месяц этот показатель уменьшился до 31 миллиарда рублей. При этом существенно выросла доля физических лиц и некоммерческих финансовых организаций в структуре торгов до показателя в 6% в сравнении с 4% в 2021 году [38].

Стоит отметить, что долю ушедших иностранных инвесторов занял государственный сектор, процент участия которых в обороте ОФЗ увеличился до 25% в 2022 году, согласно данным, представленным на рисунке 20. Российские кредитные организации остаются основными инвесторами в государственные облигации.

Подобная напряженность на долговом рынке сохранялась до третьего квартала 2022 года. Колебания процентной ставки (повышение до 20% и дальнейшее снижение до 7,5%), неопределенность в отношении бюджетных расходов, инфляции, и состояния внутреннего рынка в целом, а также отсутствие активности в сегменте первичных размещений ОФЗ оказали особенное влияние на состояние рынка облигаций.

В секторе корпоративных облигаций большинство выпусков было осуществлено компаниями «первого эшелона» – на снижение спроса на

облигации оказало особое влияние закрытие корпоративной отчетности, что привело к невозможности провести корректную оценку эмитента и рисков.



Источник: составлено автором по материалам [32].

Рисунок 20 – Структура российского рынка ОФЗ, 2018-2023 гг.

Тем не менее, за весь 2022 год Министерство финансов Российской Федерации осуществило размещение ОФЗ на сумму 3,3 триллиона рублей. Ключевыми инвесторами в российские облигации остаются банки, хоть их доля и несколько снизилась с 49% до 40% к концу 2022 года. Стратегически покупка ОФЗ позволяет банкам улучшать нормативы ликвидности, а также они могут использоваться для обеспечения при операциях рефинансирования [32].

Несмотря на все сложности, российский рынок корпоративных облигаций продемонстрировал рост в 2022 году, при этом наибольший объем был привлечен эмитентами высокого кредитного качества и во второй

половине года. Следует отметить, что согласно рисунку 21 кредитные спреды корпоративных облигаций увеличивались несколько раз (февраль-март, сентябрь-октябрь) из-за существующей политической ситуации.



Источник: составлено по данным Банка России [22].
Рисунок 21 – Динамика спредов доходностей облигаций с различным уровнем кредитного рейтинга к ОФЗ

С учетом повышенного спреда корпоративных облигаций к ОФЗ стоимость заимствований заметно возрастала для заемщиков с более низким кредитным качеством, тем самым осложняя размещение бумаг. Также во второй половине года российские компании начали выпускать облигации, номинированные в юанях, в качестве стратегии по уменьшению удельного веса доллара США и евро в экономике. Подобных облигаций было размещено на сумму в 600 миллиардов рублей, при этом наиболее активными эмитентами данных инструментов стали компании нефтегазовой отрасли и цветной металлургии. Кроме того, в первом полугодии с учетом повышения ставок по депозитам банковские вклады представляли больше интереса для инвесторов.

Конец 2022 года и первая половина 2023 года ознаменовали собой серьезный рост в данном секторе как среди корпоративных, так и государственных облигаций. За декабрь 2022 года совокупный объем размещенных ценных бумаг составил около 900 миллиардов рублей, что является крупнейшим месячным показателем в истории российского

долгового рынка. По итогам третьего квартала 2023 года объем рублевых облигаций в обращении вырос на 4,5% и достиг 42 триллионов рублей. Лидером рынка стал сегмент корпоративных облигаций, рост которого составил 5,4%. В качестве основных факторов, которые позволили укрепить долговой рынок в первой половине прошлого года, являлась невысокая ключевая ставка Банка России и, соответственно, опасения по поводу растущей инфляции. В связи с ожиданиями относительно роста ставки, которое в итоге произошло в конце года, эмитенты старались осуществлять размещения в первой половине года по минимальным ставкам. При этом основной объем облигаций все равно был выпущен эмитентами высокого кредитного качества – более 50% рынка облигаций по непогашенному номиналу. Кроме того, отсутствие более привлекательных инструментов для вложения средств ввиду низкой ликвидности российского фондового рынка, а также закрытие доступа к иностранным площадкам, стали дополнительными факторами для роста внутреннего долгового рынка [32].

По итогам 2023 года на рынок облигаций вышло 45 дебютантов, которые разместили ценные бумаги на 183 млрд рублей, 35 из них — компании из сферы МСП. В основном на рынок выходят компании из сфер производства, транспорта и финансов [19].

В 2023 году состоялось первое размещение корпоративных облигаций, привязанных к золоту. Выпуск бумаг стоимостью 11 миллиардов рублей и 6,8 миллиардов рублей был произведен компаниями золотодобывающей отрасли, их погашение запланировано на 2028 год и 2030 год соответственно [19].

Важно отметить, что по итогам 2022 года рынок российского кредитования, а также размещение облигаций, не испытали значительных проблем на фоне внутренних и внешних потрясений. Российская экономика, регулятор и участники рынка смогли подстроиться под произошедшие изменения. Тем не менее, особые трудности испытал российский рынок IPO, на котором стоит остановиться более подробно.

2022 год стал особенно тяжелым для российского рынка первичных публичных размещений, даже несмотря на общемировую тенденцию снижения активности данного инструмента. Большинство компаний, которые были заинтересованы в проведении IPO (ПАО «Каршеринг Россия», ПАО «СИБУР Холдинг» и другие), отложили его из-за сложившихся рыночных условий. С учетом текущей политической ситуации российские компании не имеют доступа к осуществлению размещений на зарубежных площадках [31].

Первое размещение 2022 года было осуществлено лишь в декабре, когда сервис аренды самокатов ПАО «ВУШ Холдинг» провел IPO на Московской бирже. Важно отметить, что объем полученного капитала составил немногим больше двух миллиардов рублей, при этом по заявлению компании планировалось привлечь около восьми миллиардов рублей. Тем не менее, помимо крупных институциональных инвесторов, участвующих в размещении, акционерами ПАО «ВУШ Холдинг» стали около 20 тысяч частных инвесторов. С учетом изменившейся структуры российского рынка в 2022 году компания стала определенным первопроходцем в новых рыночных условиях [69].

Несмотря на все существующие сложности, российский рынок первичных публичных размещений значительно укрепил свои позиции во второй половине 2023 года. Первым достаточно крупным IPO стал выход на биржу компании ПАО «Группа Астра», которая является разработчиком отечественного программного обеспечения. Стоит отметить, что изначально IPO данной компании на Московской бирже планировалось в конце 2021 – начале 2022 года, однако ввиду нестабильности российского фондового рынка продажа ценных бумаг произошла лишь в октябре 2023 года. По итогам проводимого размещения ПАО «Группа Астра» получили более трех миллиардов рублей путем продажи 10,5 миллионов акций, включая опцион доразмещения на сумму в 350 миллионов рублей. Подобный случай показывает, что из-за начавшегося укрепления внутреннего рынка и

эмитенты стали готовы осуществлять размещения на отечественных площадках. Тем не менее важно учитывать, что данная компания является одной из наиболее активно развивающихся на российском рынке: процесс импортозамещения в сфере информационных технологий и информационной безопасности происходит значительно быстрее чем в других отраслях экономики. Таким образом, ввиду существующей нестабильности на российский рынок первичных публичных размещений могут выходить компании с понятными бизнес-процессами, которые могут привлечь внимание инвесторов и получить необходимый объем финансирования [94].

Восстановление российского рынка первичных публичных размещений продолжилось на протяжении 2023 года и 2024 года. Помимо таких размещений, как ПАО «Группа Астра» (привлеченный капитал – 3,5 миллиардов рублей), ПАО «Совкомбанк» (11,5 миллиардов рублей), ПАО «Хэндерсон Фэшн Групп» (3,8 миллиардов рублей), на Московскую биржу выходили и компании за гораздо меньшим объемом финансирования [18].

В апреле 2023 года при первичном публичном размещении центра генетики и репродуктивной медицины ПАО «ЦГРМ «Генетико» было получено 178,8 миллионов рублей, выручка компании за 2022 год при этом составила всего 312,6 миллионов рублей. Рыночная капитализация ПАО «ЦГРМ «Генетико» в день размещения составила около 1,5 миллиардов рублей [33]. В конце года ПАО «МГКЛ» также осуществили размещение своих ценных бумаг на бирже, по итогам которого размер привлеченного финансирования составил около 300 миллионов рублей, включая объем опциона доразмещения. Выручка данной организации за год, предшествующий IPO, составила 1,4 миллиардов рублей, аналогичный показатель за 9 месяцев 2023 года – 1,16 миллиардов рублей [35].

Осуществление прямого листинга является достаточно редкой процедурой на российском рынке. Тем не менее, процесс размещения ПАО «СмартТехГрупп» совмещал в себе формы двух инструментов

ПАО «СмартТехГрупп» совмещал в себе формы двух инструментов – IPO и DPO [65]. Продажа существующих акций и последующая дополнительная эмиссия выступали определенным хеджирующим механизмом: эмитент имел возможность проанализировать спрос со стороны инвесторов прежде, чем осуществлять выпуск бумаг. Рынок IPO в 2024 году продолжил тенденцию предыдущего года – к середине года на Московской бирже было осуществлено семь первичных публичных размещений. При этом два из них – ПАО «ЛК «Европлан» и ПАО «Элемент» – позволили эмитентам получить капитал свыше 10 миллиардов рублей.

Как было сказано ранее, большинство размещений на российском рынке, которые были осуществлены за период с 2010 года по 2021 год, позволяли привлечь значительный объем капитала, составляющий свыше семи миллиардов рублей. Таблица 5 демонстрирует количество первичных публичных размещений с начала 2022 года до конца 2024 года. За указанный период лишь шесть размещений позволили привлечь аналогичный объем.

Таблица 5 – Объем первичных публичных размещений на российском рынке с 2022 года по 2024 год

Классификация компаний по количеству привлеченного капитала, в миллионах рублей	Название эмитента	Объем привлеченного капитала, в миллионах рублей
1	2	3
50 – 999	ПАО «МГКЛ»	303,00
	ПАО «СмартТехГрупп»	950,00
	ЦГРМ «Генетико»	178,80
	ПАО «АПРИ»	900,00
	ПАО «Ламбумиз»	802,00
1000 – 2999	ПАО «Алкогольная группа Кристалл»	2 733,60
	ПАО «ВУШ Холдинг»	2 900,00
	ПАО «Группа Аренадата»	2 700,00

Продолжение таблицы 5

1	2	3
3000 – 4999	ПАО «МФК «Займер»	3 700,00
	ПАО «Каршеринг Россия»	4 200,00
	ПАО «Диасофт»	4 140,00
	ПАО «Группа Астра»	3 500,00
	ПАО «Хэндерсон Фэшн Групп»	3 000,00
	ПАО «ИВА»	3 300,00
	ПАО «Озон Фармацевтика»	3 450,00
5000 – 6999	ПАО «ЮГК»	6 200,00
	ПАО «Промомед»	6 000,00
более 7000	ПАО «ЕвроТранс»	13 500,00
	ПАО «Совкомбанк»	11 500,00
	ПАО «ЛК «Европлан»	13 100,00
	ПАО «МТС-Банк»	11 500,00
	ПАО «Элемент»	15 000,00
	ПАО «ВИ.ру»	14 500,00

Источник: составлено автором по материалам [22; 32].

Тем самым мы можем сделать вывод, что текущие размеры и ликвидность российского рынка не позволяют компаниям получить необходимый объем капитала.

Одним из важных факторов, оказывающих влияние на подобные процессы в российской экономике, является значительное снижение доли нерезидентов. Кроме того, большое количество средств российских инвесторов было заморожено за рубежом, что влияет на их возможность вкладывать в акции национальных компаний.

Российский рынок остается основным направлением для привлечения капитала компаниями для финансирования своей деятельности. С учетом текущей экономической реальности, первоочередной задачей становится оказание определенных мер поддержки российского рынка для его укрепления. Развитие национальной платежной системы и уход от

использования валют недружественных государств (доллар США, евро и др.) позволит снизить геополитические риски и зависимость от мировой финансовой системы. Появление замещающих облигаций представляет собой одну из форм изменения российского облигационного рынка Российской Федерации – данный вид позволяет вернуть средства инвесторов, замороженные в иностранных депозитариях, в российскую экономику. Кроме того, существующие программы поддержки российского рынка привлечения капитала хоть и оказывают непосредственное влияние на его восстановление, но в большей степени они относятся к высокотехнологичным и инновационным компаниям, которые участвуют в трансформации российской экономики. При этом важно оказывать поддержку и остальным сферам экономики, таким как сельское хозяйство, образование и т.д.

2.3 Основные меры поддержки и укрепления российского рынка капитала

Несмотря на то, что российский рынок привлечения капитала продемонстрировал заметное укрепление за последние несколько лет после начала санкционного давления, для дальнейшего его развития требуется применение определенных мер поддержки.

Возможность реализации санкций со стороны некоторых государств в 2022 году была обусловлена тем, что российская экономическая и финансовая система тесно связана с глобальной экономикой и находится в определенной зависимости от общей мировой финансовой системы, поэтому она подвергается рискам глобального характера. Таким образом, в момент отключения большинства российских банков от системы SWIFT или после запрета на использование долларов США и евро в международных расчетах, российская экономика столкнулась с серьезными трудностями. Для того чтобы снизить возможные риски, Центральным банком Российской Федерации было сформировано несколько целей финансовой

политики, которые должны быть выполнены для достижения экономической стабильности. Одной из существующих задач для укрепления российского финансового рынка является создание такой инфраструктуры, которая была бы независима от внешнего мира и, соответственно, устойчива перед разного рода геополитическими потрясениями. Подобное достижение технологической независимости позволит снизить риск дальнейших санкций и даст возможность экономическим агентам увеличивать горизонт планирования [19].

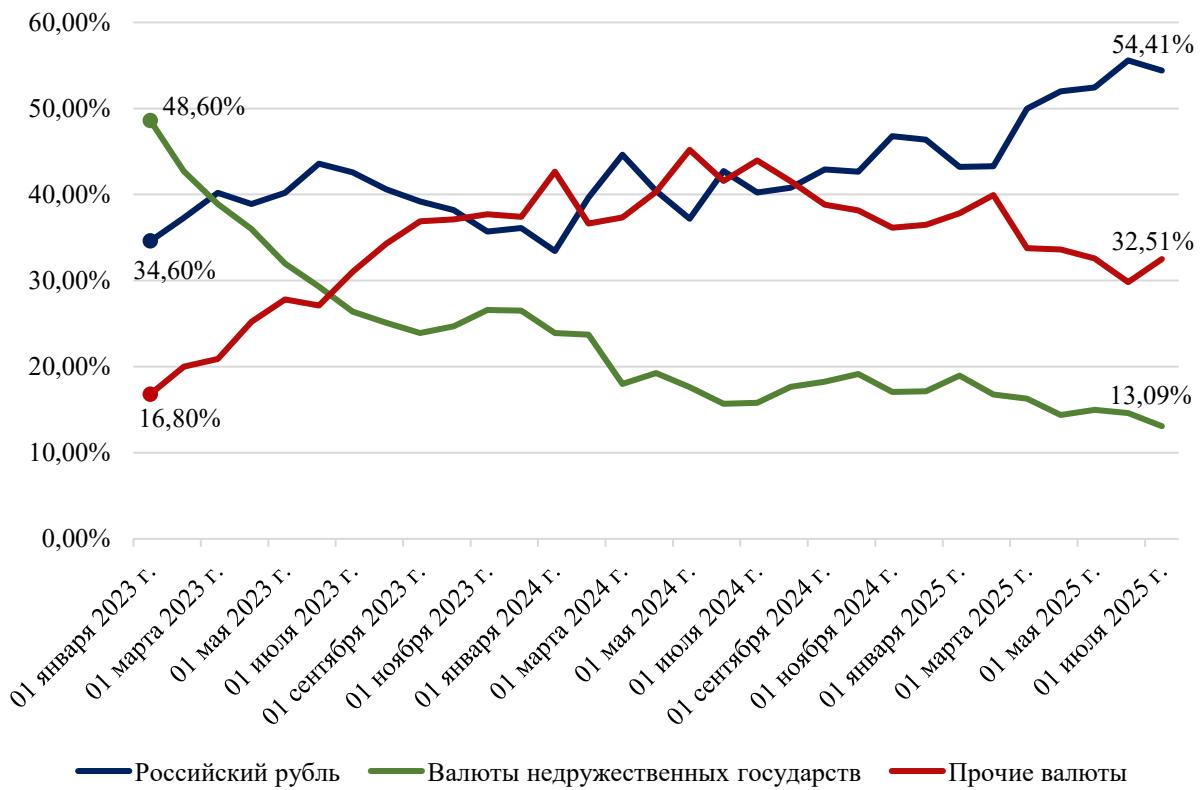
Данные задачи, которые стоят перед государством, можно отнести к понятию финансовой безопасности. Этот термин можно раскрыть по-разному, однако более полное определение выглядит следующим образом. Финансовая безопасность государства – способность обеспечивать стабильное и устойчивое социально-экономическое развитие финансовой системы и финансовых отношений и процессов в экономике, при котором создаются необходимые финансовые условия для социально-экономической и финансовой стабильности развития страны, сохранения целостности и единства финансовой системы (включая денежную, бюджетную, кредитную, налоговую и валютную системы). В свой состав финансовая безопасность включает комплекс мер, методов и средств по защите экономических интересов государства от внешних и внутренних угроз. Для выполнения поставленных целей важно осуществлять совершенствование финансовой инфраструктуры государства [88].

В первую очередь, важно осуществлять развитие национальной платежной системы, роль которой в России выполняет система передачи финансовых сообщений (далее – СПФС). Сама система межбанковского взаимодействия была создана в 2014 году после начала санкционного давления на российскую экономику. Несомненно, более широкое распространение СПФС получила в 2022 году после отключения российской финансовой системы от SWIFT. По итогам трех кварталов 2023 года трафик в системе передачи финансовых сообщений превысил показатель за

аналогичный период прошлого года в 2,7 раза и составил 160 миллионов сообщений. К концу ноября 2023 года к СПФС было подключено больше 500 организаций, включая около 150 нерезидентов из 17 государств: Республики Беларусь, Армении, Казахстана, Киргизии, Кубы и других. При этом названия данных организаций не разглашаются для того, чтобы избежать риска вторичных санкций [20].

Тем не менее, следующим шагом, который способствовал бы развитию российской экономики и снижению зависимости от мировой финансовой системы стало бы усиление интеграции с национальными платежными системами дружественных России стран. На прошедших в 2023 году саммитах ШОС и стран БРИКС высказывались идеи о создании единой централизованной платежной системы, которая бы использовалась с помощью существующих национальных систем [77]. Несмотря на то, что подобное предложение, вероятно, не будет исполнено в ближайшее время, организация взаимодействия с дружественными государствами с помощью СПФС позволит России укреплять внешнеэкономические взаимоотношения, не опасаясь геополитических рисков.

Еще одним важным шагом становится сокращение использования доллара США, евро и других валют недружественных государств внутри Российской Федерации, а также при проведении расчетов с основными внешнеэкономическими партнерами. На основе данных Центрального Банка Российской Федерации, с начала 2023 года доля доллара США, евро и прочих валют недружественных стран в экспортных операциях сократилась с 48,6% до 13,1%. Их место во внешней торговле Российской Федерации заняли рубль (38%) и китайский юань (33%). Согласно рисунку 22, по итогам сентября 2024 года на рубль и валюты дружественных государств пришлось больше 80% в общих расчетах за экспорт. При этом стоит отметить, что если в 2024 году показатели рубля и прочих валют дружественных стран были практически идентичными, то по состоянию на июль 2025 года рубль значительно вышел вперед (54,41%).



Источник: составлено автором по материалам [22].

Рисунок 22 – Валютная структура расчетов по экспортным операциям

Выполнение задач по достижению финансовой независимости российской экономики формирует потребность в финансировании трансформационных проектов, особенно в долгосрочном периоде. Несомненно, существует необходимость в определении критериев тех проектов, которые могут быть отнесены в данную категорию. Дальнейшее их финансирование может осуществляться с помощью банковского кредитования как одного из основных методов привлечения капитала.

Весной 2023 года Центральный банк принял регламент, в котором была отражена возможность применения банками пониженных коэффициентов риска по кредитным требованиям в рамках финансирования проектов технологического суверенитета и структурной адаптации российской экономики (далее – ТСиСАЭ). Сам по себе кредит на подобный проект должен иметь целевое назначение и не быть направленным на рефинансирование ранее предоставленных ссуд. Кроме того, сведения о подобном кредитовании

должны быть предоставлены банком в государственный реестр проектов ТСиСАЭ [12].

Размер подобного понижающего коэффициента будет определяться на основании двух факторов: кредитного качества проекта, а также согласно значимости данного проекта для экономики, базируясь на критериях, принятых Правительством Российской Федерации. На их основании проекты будут делиться на первую и вторую группы, при этом внутри каждой из них будет разделение на три категории в зависимости от кредитного качества: базовое, высокое или максимальное.

Важно отметить, что указ определяет как критерии самих трансформационных проектов, так и требования к банкам, имеющим возможность использовать стимулирующее регулирование. Среди основных факторов можно выделить необходимость соблюдения обязательных нормативов ЦБ, а также отнесение кредитной организации к первой или второй классификационной группе при оценке экономического положения.

Компании малого и среднего бизнеса играют важную роль в экономике государства, также не остаются в стороне от поддержки. Среди существующих мер поддержки наиболее популярным инструментом является консультационная поддержка – за прошедший год к данному виду обратилось практически 400 тысяч малых и средних предприятий. В рамках данного инструмента оказываются консультационные услуги по мерам государственной поддержки, в области инноваций и имущества, в области развития бизнеса и маркетинга, финансовое и правовое консультирование и иные консультационные услуги [82]. Больше чем в три раза возросло количество компаний, которые обращаются за финансовой поддержкой.

В качестве образовательной поддержки для компаний МСП могут проводиться различные семинары, тренинги и форумы – согласно рисунку 23, в 2023 году за данным типом поддержки обратились около 130 тысяч организаций.

Среди других инструментов государственной поддержки выделяются:

- информационная поддержка – лингвистическое сопровождение, предоставление дополнительной информации по мерам поддержки и т.д.;
- имущественная поддержка – передача имущества в аренду и владение, предоставление льгот или отсрочки по арендным платежам и т.д.;
- инновационная поддержка – научно-исследовательские и опытно-конструкторские работы, экспертиза.



Источник: составлено автором по материалам [29].
Рисунок 23 – Статистика по формам поддержки компаний малого и среднего бизнеса

Следует отметить, что использование инструмента первичного публичного размещения в основном предполагается компаниями определенного уровня зрелости и финансового положения. Тем не менее, организации малого и среднего бизнеса все чаще рассматривают возможность использования процедуры IPO. Кроме этого, государство предлагает определенные меры поддержки компаний, планирующих данную процедуру [113]. В первой половине 2022 года Правительство Российской Федерации запустило программу «Взлет – от стартапа до IPO». Данный механизм в первую очередь нацелен на субъекты малого и среднего бизнеса, участвующих в инновационной технологической деятельности и обеспечении процедуры

импортозамещения. Для категорирования подобных проектов было определено 16 приоритетных направлений, включая сферы искусственного интеллекта, информационных и коммуникационных технологий, биотехнологии и фармацевтики, генетических технологий [36]. За время с момента запуска проекта Корпорацией МСП через дочернюю организацию МСП Банк было заключено более 140 льготных кредитных договоров с высокотехнологичными компаниями на общую сумму свыше 22 миллиардов рублей. В 2023 году в качестве одного из инструментов применялось кредитование со ставкой в 3% для инновационных и технологических компаний, которые относят себя к субъектам малого и среднего предпринимательства. При этом важно отметить, что помимо необходимости соответствия вышеуказанным направлениям, чтобы претендовать на поддержку, компания должна иметь положительный финансовый результат (прибыль должна быть больше 100 миллионов рублей), а также показывать высокие темпы роста выручки (свыше 12%). Важно отметить, что финансирование получают компании не только из Москвы и Санкт-Петербурга – география данной программы уже включает 34 региона Российской Федерации [37].

Размер гранта, который возможно получить в рамках данной программы, составляет 250 миллионов рублей, который выдается на срок до трех лет. Важно отметить, что после получения финансирования проект должен быть реализован в течение шести лет. В апреле 2024 года для малых технологических компаний, которые включены в специализированный реестр Министерства экономического развития (далее – Минэкономразвития), максимальная сумма заемных средств, которые возможно привлечь под ставку 3%, была увеличена до одного миллиарда рублей.

Еще одним национальным проектом, предназначенным для стимулирования развития компаний МСП, является программа «Малое и среднее предпринимательство и поддержка индивидуальной предпринимательской инициативы». В рамках подобного проекта существует

ряд инструментов поддержки эмитентов из сегмента малого и среднего предпринимательства, которые представлены в таблице 6. Каждый из предложенных инструментов в той или иной степени уже используется на российском рынке.

Таблица 6 – Инструменты поддержки субъектов МСП в рамках проекта «Малое и среднее предпринимательство и поддержка индивидуальной предпринимательской инициативы»

Инструмент	Оператор	Описание
Субсидирование ставки купона по облигациям	Минэкономразвития Корпорация МСП	Размер субсидии – 70% от ключевой ставки ЦБ
Субсидирование подготовки к листингу	Минэкономразвития Корпорация МСП	Компенсация затрат в размере не более 2,5 миллионов рублей
Якорные инвестиции	МСП Банк	Участие в размещении облигационных выпусков эмитентов МСП
Поручительство по облигационным выпускам	Корпорация МСП	Максимальный объем поручительства составляет 1 миллиард рублей

Источник: составлено автором по материалам [22; 43].

На данный момент наибольшее распространение получило субсидирование ставки купона по облигациям, которое осуществляется двумя операторами – Минэкономразвития и Корпорацией МСП. Если в 2020 году с использованием данного механизма было проведено 35 выпусков ценных бумаг на 124 миллиона рублей, то по итогам 2023 года удалось привлечь 680 миллионов рублей в рамках 53 размещений.

Поручительство по облигационным выпускам стало тем механизмом, который получил свое развитие в 2023 году – с помощью Корпорации МСП была осуществлена одна сделка на общую сумму в 150 миллионов рублей при максимальном возможном объеме поручительства в один миллиард рублей.

Самым крупным механизмом по объему поддержки в 2023 году стали якорные инвестиции от Банка МСП в рамках участия в

12 размещениях облигационных выпусков компаний малого и среднего бизнеса. Совокупный объем осуществленных размещений составил 2,6 миллиардов рублей [94].

Еще одним механизмом поддержки экономики и российских компаний является предоставление грантов. Одним из видов подобной помощи становится выделение финансирования для доработки продукции под требования крупных корпораций-заказчиков. При этом подобные проекты должны реализовываться с использованием определенных высоких технологий (искусственный интеллект, перспективные информационные системы и прочие), и максимальный размер предоставляемого гранта составляет 250 миллионов рублей на срок три года.

Важной целью для регулятора финансовой системы является осуществление прозрачности своей деятельности и повышения доверия со стороны экономических агентов. Произошедшие события последних лет значительно подорвали доверие участников экономики государства.

Восстановление уверенности экономических агентов к решениям регулятора и к экономике в целом также является важным шагом на пути к укреплению российского финансового рынка. В 2022 году с учетом сложившихся экономических потрясений Центральным Банком было принято решение позволить компаниям не публиковать финансовую отчетность, если предоставление подобной информации может привести к применению определенных ограничительных мер в отношении данных организаций. Подобная мера была призвана оградить компании от санкционного давления, однако в то же время в условиях отсутствия прозрачности рынка у инвесторов становится меньше возможностей для анализа и принятия взвешенных решений.

С 1 июля 2023 года у компаний возобновилась необходимость публиковать свою финансовую отчетность. Однако в то же время у организаций сохранилась возможность скрывать чувствительные к санкционным рискам сведения, например, данные о составе органов

управления, о финансовых вложениях и операциях в иностранной валюте, сведения о контрагентах, их отраслевой и географической структуре. При этом важно отметить, что показатели бухгалтерского баланса и отчета о финансовых результатах должны быть предоставлены в обязательном порядке. Кроме того, исключения были сделаны для компаний, среди которых есть лица под санкциями или которые совершают сделки с ними. Российский союз промышленников и предпринимателей (далее – РСПП) выступил с инициативой продлить возможность не публиковать финансовую отчетность до июля 2024 года. Однако Банк России совместно с Правительством Российской Федерации выступил против данной просьбы, отметив необходимость развивать внутренний рынок страны путем привлечения инвестиций [22].

Следующим инструментом, который стоит рассмотреть в данной статье, является размещение облигаций – несмотря на рост данного рынка в 2022 году, в дальнейшем также возможно его снижение, в первую очередь по причине ухода иностранных инвесторов с рынка. Кроме того, как было отмечено ранее, с учетом роста кредитных спредов корпоративных облигаций размещения для большинства эмитентов становятся невыгодными. Для дальнейшего развития рынка облигаций необходимо рассмотреть некоторые рекомендации.

В первую очередь, важно подчеркивать преимущества процесса выпуска облигаций для потенциальных эмитентов. Кроме того, в качестве одного из возможных вариантов развития предлагается облегчить процедуру регистрации эмиссии облигаций в том случае, если размещение осуществляется на небольшие суммы. Это позволит смягчить требования к подобным эмитентам для снижения издержек. В дополнение к этому повышение финансовой грамотности населения в части формирования культуры инвестирования также играет важную роль в дальнейшем укреплении рынка облигаций и всей финансовой системы страны [102].

После введения санкций в отношении российской экономики и некоторых организаций, на внутреннем рынке появились замещающие облигации, которые стали новой формой развития рынка долговых инструментов. Владельцы тех еврооблигаций, которые учитываются в зарубежных депозитариях, имеют две опции: они либо должны осуществить обратную поставку данных облигаций эмитенту, либо направить документы, которые подтверждают подачу поручения по отказу от прав на существующие бумаги и любых выплат по ним. Взамен производимых операций инвесторы получают новые бумаги, которые учитываются в национальном депозитарии и имеют параметры, аналогичные предыдущей еврооблигации. Благодаря этому значительно сокращаются геополитические риски, а также повышается рыночная ликвидность. Если в октябре 2022 года объем замещенных ценных бумаг был немногим больше 270 миллиардов рублей, то в марте 2023 года показатели составили 1 139,94 миллиардов рублей. По состоянию на конец весны 2023 года, 32 выпуска облигаций прошли процедуру замещения, включая такие компании как ООО «Газпром Капитал», ПАО «Лукойл», ПАО «ММК», ПАО «Группа ПИК», ООО «УК «Металлоинвест» и другие [73].

Для содействия развитию российского рынка привлечения капитала, на Московской бирже был создан Рынок Инноваций и Инвестиций. Данная особая секция предназначена для компаний, которые планируют осуществлять первичное публичное размещение или выпуск облигаций. Особые правила позволяют получать финансирование в рамках IPO компаниями, капитализация которых составляет не менее 500 миллионов рублей, и при размещении облигаций при выпуске не менее 500 миллионов рублей. Кроме этого, эмитент должен соответствовать определенным критериям инновационности, которые представлены на площадке. Компания, которая осуществляет привлечения финансирование с помощью данной платформы, обязана выполнять следующие требования:

- осуществляет производство продукции, оказывает услуги, производит и (или) применяет технологии, входящие в перечень

приоритетных направлений развития науки, технологий и техники в РФ, либо в перечень критических технологий РФ, установленных Указом Президента РФ от 07.07.2011 № 899;

- осуществляет инвестиции в инновационные и высокотехнологичные компании и проекты наноиндустрии;

- получил финансирование со стороны одной из следующих специализированных организаций/участвует в проектах: АО «РОСНАНО», АО «РВК» (фондов, сформированных АО «РВК»), Фонда «ВЭБ -Инновации», Фонда «Сколково»;

- входит в реестр аккредитованных организаций, осуществляющих деятельность в области информационных технологий, раскрытие которого осуществляется на сайте Министерства цифрового развития, связи и массовых коммуникаций РФ в сети Интернет;

- осуществляет хозяйственную деятельность с применением инновационных технологий и подходов [38].

Несмотря на существование льготных условий для размещений высокотехнологичных компаний, пороговый размер выручки все равно оставляет большинство компаний малого бизнеса без возможности получить финансирование путем выпуска акций или облигаций. Кроме этого, большинство проектов по развитию российского рынка привлечения капитала обращают свое внимание только на инновационные и высокотехнологичные организации, при этом компании из остальных сфер экономики остаются без льгот.

Как мы рассмотрели ранее, в Российской Федерации существует большое количество проектов, которые направлены на поддержку и на развитие компаний малого и среднего бизнеса. Одна из программ – «Малое и среднее предпринимательство и поддержка индивидуальной предпринимательской инициативы» – начав свое действие в 2019 году, с 2025 года станет частью более крупного национального проекта «Эффективная и конкурентная экономика».

Российский рынок привлечения капитала с самого начала своего развития в 90-е годы XX века характеризовался высокой долей нерезидентов в сделках, а также преобладающим осуществлением размещений на зарубежных площадках для получения необходимого объема финансирования. В связи с данными особенностями, санкционное давление со стороны мировой финансовой системы, начавшееся в 2014 году и серьезно увеличившись в 2022 году, оставило российские компании без возможности доступа к крупнейшим международным площадкам привлечения капитала. В то же время внутренний рынок также оказался в серьезном кризисе. Высокая волатильность, осложнение логистики и экспортно-импортных процедур, а также уход иностранных инвесторов оказали серьезное влияние на российскую экономику. В связи с этим, 2022 год, в особенности первая его половина, продемонстрировал снижение экономической активности и падение основных рыночных показателей.

В то же время, в 2023 году внутренний рынок привлечения капитала показал активное восстановление. Организации стали осуществлять IPO и размещения облигаций благодаря укреплению спроса. В первую очередь этому способствовали меры поддержки, внедренные государственными органами и Банком России. Тем не менее, для дальнейшего развития и укрепления, данные меры должны быть модернизированы и расширены.

Одновременно с укреплением внутреннего рынка как основного направления привлечения капитала отечественными компаниями, компании стали осуществлять поиск различных альтернативных рынков, которые могут быть доступны для российских эмитентов.

Глава 3

Развитие элементов механизма привлечения капитала в условиях новой экономической реальности

3.1 Модель оценки значимости рыночных факторов, оказывающих влияние на объем привлекаемого капитала в рамках первичных публичных размещений

В проведенном ранее исследовании было выявлено, что у российских компаний есть две опции привлекать финансирование: на внутреннем рынке, а также на зарубежных площадках, которые долгое время были основными для проведения первичных публичных размещений. С учетом отсутствия доступа к таким рынкам, как США, Европейский союз и Великобритания, организациям необходимо искать альтернативные направления.

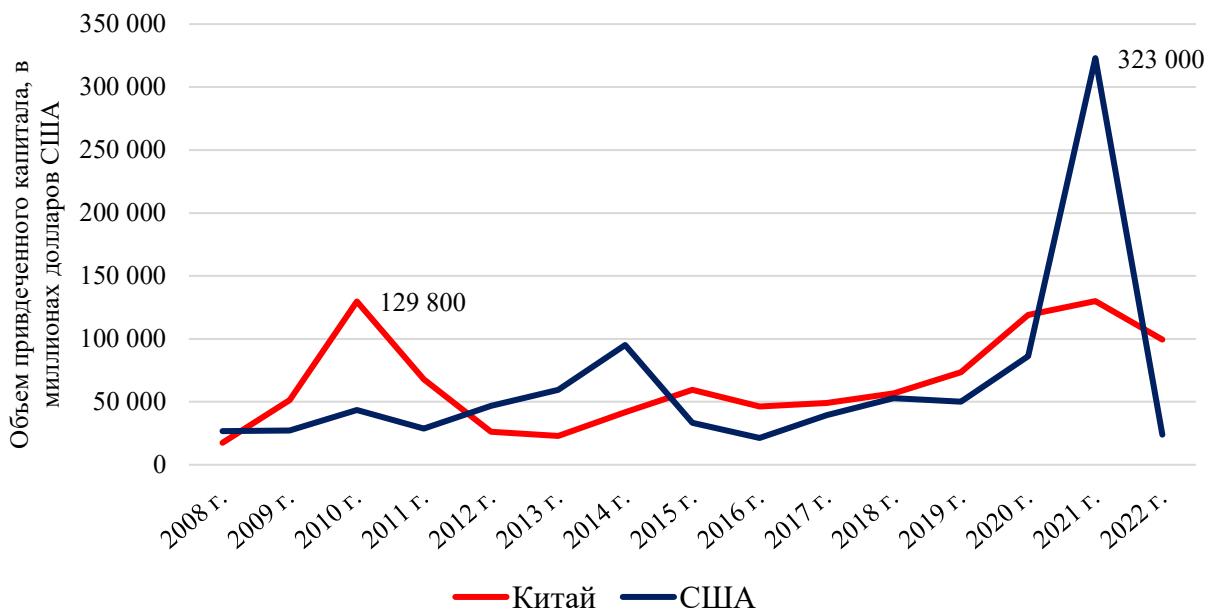
Для их выбора и получения необходимого объема финансирования компаниям необходимо провести всестороннюю оценку рынка для максимальной эффективности предстоящего размещения. В первой главе данной диссертационной работы было определено шесть факторов, которые, по мнению автора, должны оказывать непосредственное влияние на объем привлеченного капитала. Переменные были пронумерованы для удобства проведения расчетов:

- 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.

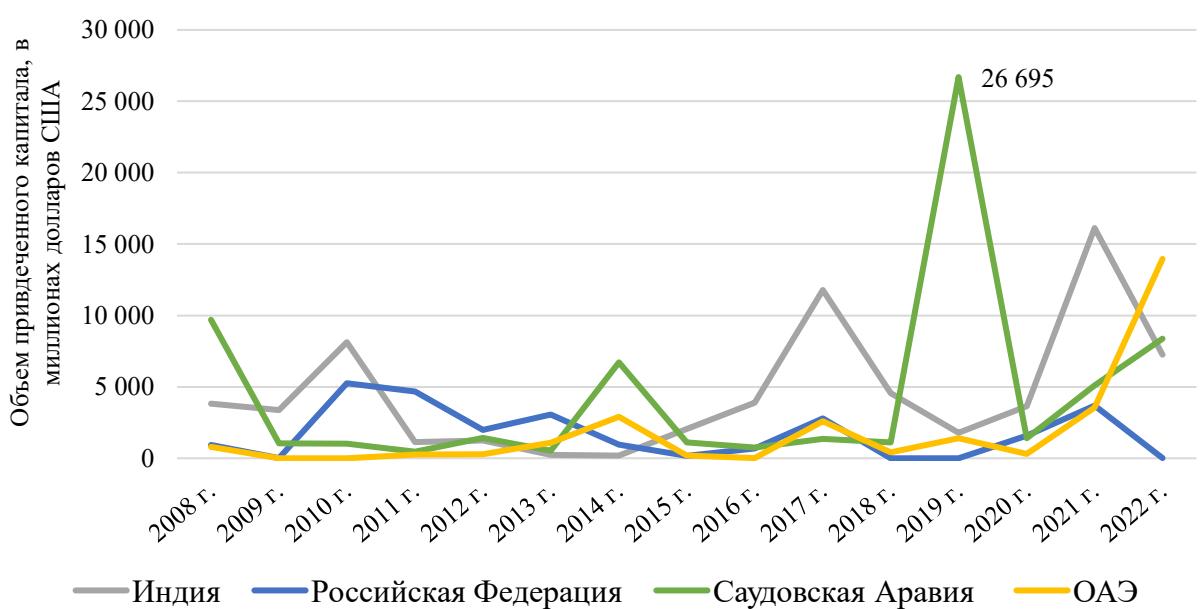
Построенная модель направлена на определение, какие факторы влияют на размер привлеченного капитала в рамках первого публичного

размещения. Стоит отметить, что объем привлеченного капитала включает в себя только те размещения, которые были осуществлены на внутреннем рынке страны – выпуски ценных бумаг локальных компаний на зарубежных фондовых площадках не включены в проводимый анализ.

Графически зависимая переменная, которой является объем привлеченного капитала, представлена на рисунках 24 и 25.



Источник: составлено автором по материалам [68].
Рисунок 24 – Объем привлеченного капитала на рынках США и КНР



Источник: составлено автором по материалам [68].
Рисунок 25 – Объем привлеченного капитала на рынках ОАЭ, Индии, Саудовской Аравии и Российской Федерации

Исследование было проведено на основании 105 наблюдений за период с 2008 года по 2022 год. Стоит отметить, что для точности результатов и возможности отследить влияние предложенных факторов в динамике, предлагается провести анализ на основании двух периодов: 2008-2014 гг. и 2015-2022 гг.

Рынок США был выбран в качестве крупнейшего мирового для первичных публичных размещений, а также одним из основных для IPO российских компаний до 2022 года. КНР, будучи одним из основных внешнеторговых партнеров для России, представляет собой основное направление, которое может быть использовано российскими компаниями для получения необходимого объема финансирования в условиях новой экономической реальности. В качестве других возможных альтернативных направлений для российских компаний были выбраны рынки Индии, Саудовской Аравии, а также Объединенных Арабских Эмиратов.

Результаты проведенного регрессионного анализа представлены в приложении В и приложении Г. По итогам проведенного исследования можно сделать вывод, что с течением времени меняется влияние факторов на объем привлеченного капитала в рамках IPO, в связи с чем важным аспектом является их изучение в динамике. 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, таких как показатели инфляции, денежное предложение и др., должны учитывать объем рыночной капитализации компаний внутреннего рынка.

Таблица 7 демонстрирует ведущие государства по объему рыночной капитализации компаний внутреннего рынка. Как можно увидеть, лидером по объему рыночной капитализации компаний внутреннего рынка являются Соединенные Штаты Америки – в 2023 году размер превысил 48 триллионов долларов США.

Таблица 7 – Ведущие страны по объему рыночной капитализации компаний внутреннего рынка, 2023 г.

Место в рейтинге	Страна	Рыночная капитализация, в миллиардах долларов США	Количество компаний, размещенных на внутреннем рынке, в единицах
1	Соединенные Штаты Америки	48 979,40	4 317
2	Китайская Народная Республика	10 935,85	11 348
3	Япония	6 149,48	3 929
4	Индия	4 340,13	2 370
5	Гонконг	3 974,78	2 428
6	Канада	3 099,13	4 312
7	Великобритания	3 095,98	1 646
8	Саудовская Аравия	3 015,36	309
9	Германия	2 178,05	453
10	Иран	2 059,64	575
11	Швейцария	2 044,69	213
12	Южная Корея	1 968,00	2 536
13	Австралия	1 788,72	1 914
14	Южная Африка	1 025,83	224
15	Объединенные Арабские Эмираты	994,17	147
16	Бразилия	991,17	345
...
19	Российская Федерация	650,49	194

Источник: составлено автором по материалам [68].

Несмотря на лидерство в объеме первичных публичных размещений, капитализация китайского рынка за тот же период оказалась более чем в четыре раза меньше (10,9 триллионов долларов США).

Как было сказано ранее, часть из ведущих стран по данному показателю использовались российскими компаниями. В то же время, ввиду существующего санкционного давления, важно определить те рынки, которые можно рассматривать в качестве альтернативных направлений.

Стоит обратить внимание, что государства, входящие в состав БРИКС, присутствуют в списке 16 стран с самым крупным объемом рыночной капитализации внутреннего рынка. Для российских компаний можно отметить такие рынки, как Гонконг, Индия, Саудовская Аравия, Иран, Южная Африка, ОАЭ и Бразилия.

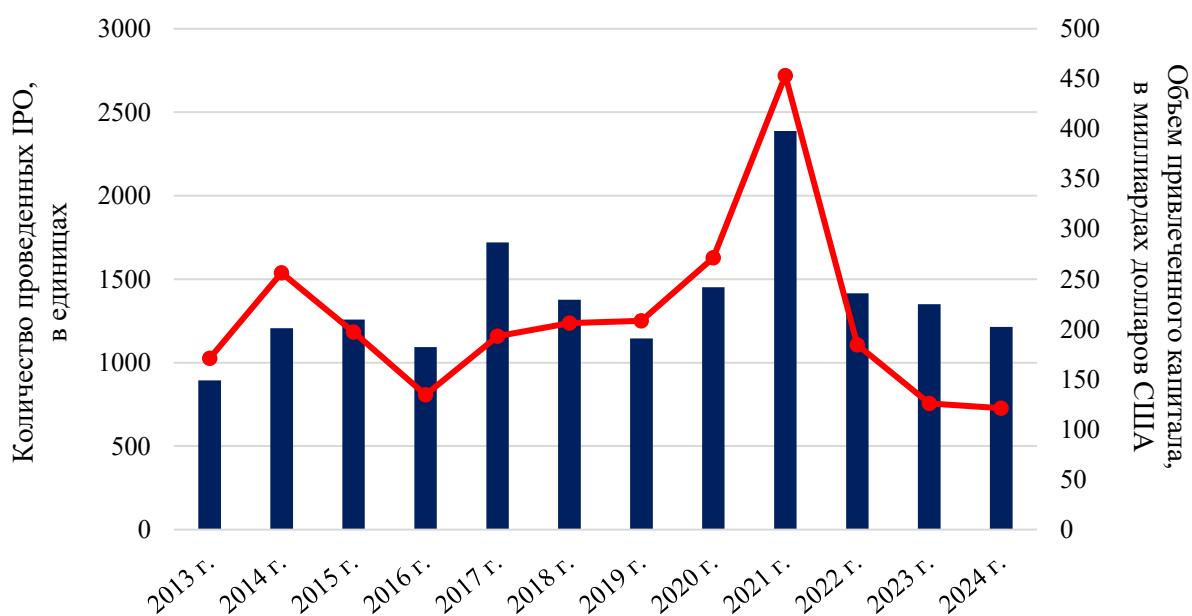
Таким образом, у российских компаний есть возможность получать финансирование на некоторых крупнейших международных площадках, даже несмотря на отсутствие доступа к рынкам США, Великобритании и Европейского союза. В связи с этим, предлагается осуществить анализ текущего состояния данных рынков.

Значительный рост количества международных IPO пришелся на 2020–2021 гг. Пандемия коронавируса, охватившая мир в начале 2020 года, оказала серьезное влияние на мировую экономику. Для того чтобы сдержать падение совокупного спроса и остановить замедление темпов роста экономики, государства были вынуждены снижать процентные ставки, что потребовало от частных инвесторов поиска источников размещения капитала, альтернативных вложениям в банковский сектор. В 2020 году мировой объем выпуска акций в рамках IPO и FPO впервые в истории превысил 1 триллион долларов США. Несмотря на существенное падение показателей в начале года, к концу 4 квартала финансовые рынки практически полностью восстановились от глобальных потрясений благодаря экономическим стимулам большинства государств. 2021 год продолжил тенденцию на восстановление мирового фондового рынка – в течение года

индекс S&P 500 вырос на 27%, рост индекса Nikkei составил 4,9% [63; 67]. С учетом продолжающегося укрепления мировой экономики и избытка ликвидности на рынке, в рамках первичного публичного размещения, сделок SPAC и FPO было привлечено более 1,4 триллиона долларов США в 2021 году.

После достаточно успешного периода роста, два прошедших года стали сложными для глобального рынка первичных публичных размещений.

Как можно увидеть на рисунке 26, объем привлеченного капитала в 2022 году снизился на 70% в сравнении с предыдущим периодом, показав самый низкий результат с 2016 года. В то же время количество проведенных публичных размещений в 2022 году превзошло аналогичный показатель допандемийного 2019 года.

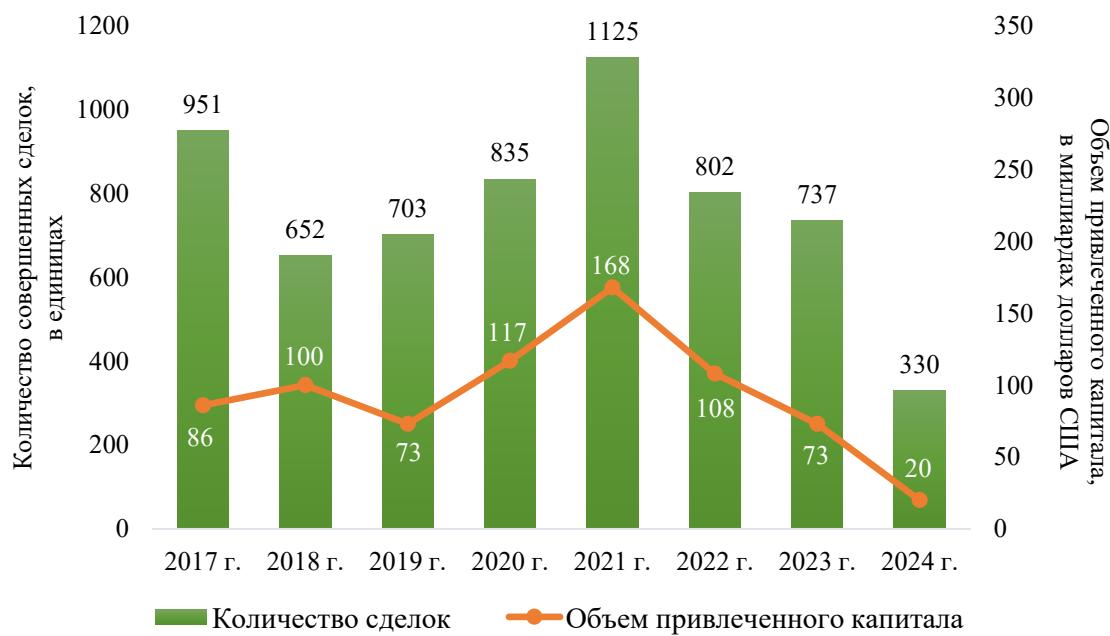


Источник: составлено автором по материалам [52; 53; 54; 55; 56].
Рисунок 26 – Количество проведенных IPO и объем привлеченного капитала

Похожие показатели сохранились и в последующие периоды. Согласно данным Ernst&Young, в 2023 году количество проведенных первичных публичных размещений снизилось на 8%, в то время как объем привлеченного капитала уменьшился на 33%. Результаты 2024 года не сильно изменились в сравнении с предыдущим годом. Общемировой объем полученного капитала

составил 121,1 миллиардов долларов США, что продемонстрировало снижение на 4%. Количество же IPO снизилось еще сильнее – на 10% в сравнении с итогами 2023 года. За последние три года рынок стабилизировался после экстремального роста в 2020-2021 гг., однако текущие показатели ниже даже уровней 2016 по объему привлеченных средств [90].

Стоит отметить, что важным аспектом является региональное разделение осуществляемых первичных публичных размещений – в 2022 году впервые за несколько лет азиатский регион вышел на первое место как по количеству проведенных размещений, так и по объему привлеченного капитала. Как видно из рисунка 27, в 2022 году в Азии было проведено более 800 первичных публичных размещений, в рамках которых было привлечено 108 миллиардов долларов США.



Источник: составлено автором по материалам [57; 58; 59].
Рисунок 27 – Статистика сделок IPO в Азиатском регионе

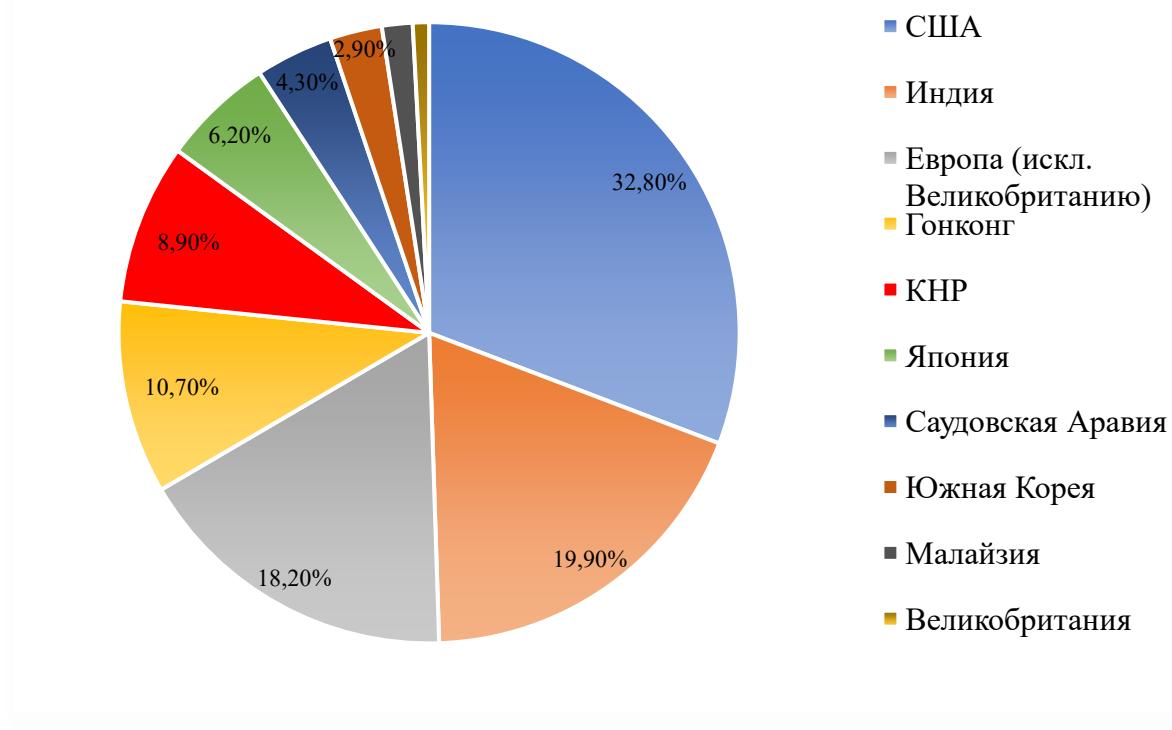
В 2022 году 39% от общемирового объема привлеченного капитала было получено при проведении IPO в Китайской Народной Республике, что сделало ее лидером по данному показателю и позволило опередить страны Северной Америки (США, Мексика, Канада), которые остались на втором

месте с долей в 13%. В США в 2022 году было проведено лишь 93 традиционных первичных публичных размещений (без учета сделок SPAC), из которых лишь 19 помогли привлечь более 100 миллионов долларов. Тем не менее, средний объем размещений (включая сделки SPAC) в Северной Америке и КНР был практически одинаковым и составил 130 миллионов долларов США, несмотря на значительную разницу в количестве осуществленных сделок.

Кроме того, рост количества первичных публичных размещений произошел в странах Ближнего Востока – в 2022 году ОАЭ и Саудовская Аравия вошли в топ-6 по объему привлеченных средств (8% и 5% соответственно). В 2023 году разрыв между азиатским рынком и странами Северной Америки значительно сократился (73,1 миллиардов долларов США в сравнении с 25,8 миллиардами долларов США), лидером все так же остались страны Азии. Доля стран Ближнего Востока снизилась в прошедшем году, однако рынок Объединенных Арабских Эмиратов продолжает входить в ряд ведущих государств по количеству привлеченного капитала в рамках IPO.

По итогам 2024 года рынок первичных публичных размещений значительно укрепился на рынках Северной Америки. Объем привлеченного капитала вырос на 45% до 32,8 миллиардов долларов США, при этом количество сделок составило 183, что демонстрирует рост на 37% в сравнении с 2023 годом [56]. При этом как можно увидеть на рисунке 28, среди стран азиатского региона лидирующие позиции теперь занимает Индия. Стоит отметить, что за период с января по октябрь 2024 года сильнейшее падение среди всех рынков было именно у азиатского региона. Количество IPO уменьшилось на 43%, объем полученного капитала – на 67% (20 миллиардов долларов США). Повышение ключевой ставки банков и последующее за ней замедление экономики, а также более строгие стандарты проверки эмитентов привели к подобным значениям. Тем не менее,

в сравнении со вторым кварталом произошел заметный рост по обоим показателям, что дает надежду на дальнейшее укрепление.



Источник: составлено автором по материалам [57; 58; 59].

Рисунок 28 – Количество первичных публичных размещений по регионам, 2024 г.

По итогам года объем привлеченного эмитентами капитала снизился на 51% и составил 35 миллиардов долларов США, что является самыми низкими значениями за последние 11 лет.

Как было сказано ранее, в 2022 году впервые за долгое время азиатский рынок как по количеству проведенных первичных публичных размещений, так и по объему капитала, привлеченного в их рамках, вышел в общемировые лидеры, обогнав страны Северной Америки. Активность финансового рынка в регионе была обусловлена смягчением регулирования в отношении размещений компаниями своих бумаг на бирже, а также полноценной отменой ковидных ограничений, введенных в действие еще в 2020 году. Несмотря на определенное снижение показателей в последние несколько лет, азиатский регион, в особенности такие государства, как Китайская Народная Республика и Индия, остаются на лидирующих позициях.

Китайский рынок является вторым крупнейшим в мире по рыночной капитализации после Соединенных Штатов Америки. Китайская народная республика представлена тремя основными биржами – Пекинской, Шанхайской и Шэньчженской. Таблица 8 демонстрирует количество осуществленных IPO и объем привлеченного на них капитала за последние несколько лет.

Таблица 8 – Первичные публичные размещения на крупнейших биржах Китайской Народной Республики

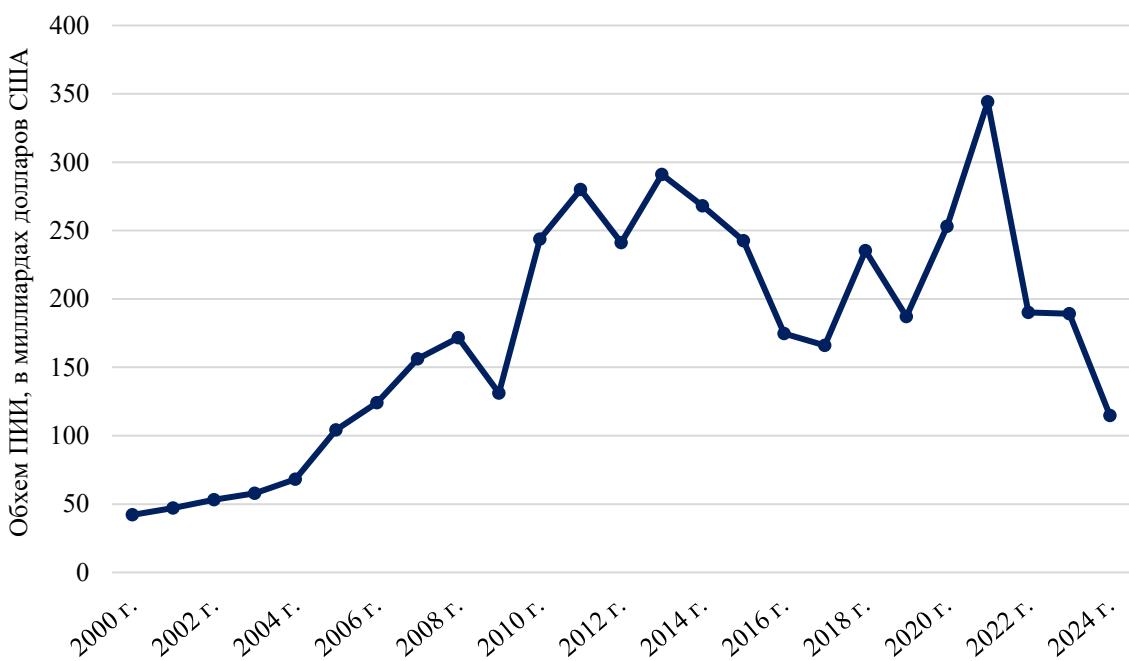
Название площадки	Количество осуществленных первичных публичных размещений, в единицах			Объем привлеченного капитала, в миллиардах долларов США		
	Год	2023 г.	2022 г.	2021 г.	2023 г.	2022 г.
Шэньчженская фондовая биржа	133	187	233	20,8	30,6	26,9
Шанхайская фондовая биржа	103	154	249	27,2	52,1	59,1
Пекинская фондовая биржа	77	83	11	2,1	2.5	0,3

Источник: составлено автором по материалам [50].

Долгое время на фондовом рынке Китайской Народной Республики существовали определенные ограничения для иностранных инвестиций. С учетом бурного экономического роста, у государства возникла необходимость в привлечении дополнительных средств для дальнейшего развития. Рисунок 29 показывает приток прямых иностранных инвестиций в китайскую экономику с начала XXI века [26].

В первом квартале 2022 года размер ПИИ в китайскую экономику достиг 101,3 миллиардов долларов США (максимальный показатель после IV квартала 2013 года, когда было привлечено 105,2 миллиардов долларов США) – в последующие кварталы произошло значительное снижение привлекаемых средств. Несмотря на слабый старт (по итогам II квартала

2023 г. объем ПИИ составил всего 4,9 миллиардов долларов США), согласно данным Министерства торговли КНР, в 2023 года объем ПИИ в экономику материкового Китая достигли 189 миллиардов долларов США (1,13 триллиона юаней), что демонстрирует показатель, практически аналогичным предыдущему году. Тем не менее, в 2024 году падение притока иностранных инвестиций составил около 40%. Наиболее пострадавшим сектором стала сфера услуг, объем ПИИ в которую снизился практически на 16% относительно аналогичного периода годом ранее. Спад данного показателя был отмечен также в производственной отрасли (2,1%), при этом рост объема ПИИ в высокотехнологичный сектор составил 1,8% в сравнении с 2023 годом [26].



Источник: составлено автором по материалам [26].
Рисунок 29 – Объем ПИИ в экономику Китайской Народной Республики

Само по себе состояние экономики Китайской Народной Республики последние несколько лет вызывает опасение у инвесторов. Поступательное повышение ключевой ставки, последующее замедление темпов экономического роста и отсутствие стимулов для экономики оказали влияние на приток капитала в государство. Важными причинами также стали действия

правительств ряда западных стран по ограничению инвестиций в Китай в высокотехнологичных секторах и активно предпринимаемые западным бизнесом попытки по снижению зависимости от Китая в своих цепочках поставок (например, европейский «закон о чипах») [13].

В то же время стоит отметить, что с конца третьего квартала 2023 года правительство КНР начало воплощать в жизнь программу по стимулированию экономики. Низкие показатели инфляции на протяжении нескольких лет позволили Народному банку Китая снизить процентную ставку для смягчения денежно-кредитной политики и для стимулирования внутреннего спроса. Если в январе 2020 года она составляла 4,05%, то на момент ноября 2023 года базовая кредитная ставка находится на уровне 3,45% [27].

Возвращаясь к первичным публичным размещениям, в сравнении с 2022 годом были потеряны лидирующие позиции, однако несмотря на значительное падение, по итогам 2024 года Китай занимает положение в топ-5, позволив компаниям привлечь практически 9 миллиардов долларов США. Подобный показатель продемонстрировал снижение на 82% в сравнении с 2023 годом, что стало самым низким показателем с 2018 года. Доля первичных публичных размещений в мировой финансовой системе также снизилась с 40% до 7% за прошедший год. Падение показателей в прошедшие годы сопряжены с общемировым снижением, а также продолжающимися напряженными отношениями с Соединенными Штатами Америки.

Несмотря на определенные снижения в показателях IPO и нестабильности на рынке КНР, он остается крайне привлекательной площадкой для российских организаций. На данный момент в сфере ценных бумаг полностью отменены ограничения на долю иностранного капитала в фондовых и фьючерсных компаниях, иностранные компании пользуются национальным режимом в аспектах масштабов бизнеса и нормативных требований. Кроме этого, укреплены взаимосвязи трансграничных фондовых рынков: объединены торги фондовых рынков Шанхая, Шэньчжэня и Сянгана,

запущен механизм торгов между Шанхайской и Лондонской биржами, запущен механизм взаимного доступа на рынки облигаций материкового Китая и Гонконга. Китайские госбумаги входят в три основных мировых индекса государственных облигаций.

Взаимоотношения России и КНР уже несколько лет находятся на очень высоком уровне, при этом укрепление сотрудничества лишь усилилось в последние годы. Согласно данным Главного таможенного управления КНР, за период с января по ноябрь 2023 года рост взаимной торговли составил 26,7% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, достигнув рекордного показателя в размере 218,17 миллиардов долларов США, превысив планку в 200 миллиардов долларов США, бывшую неким целевым ориентиром несколько лет назад [26]. По объему торговли Россия продолжала обходить Австралию (209 миллиардов долларов США) и Германию (190 миллиардов долларов США), сохраняя позицию самого крупного партнера Китая на Европейском континенте [41]. По сравнению с 2022 годом в каждом отдельном месяце 2023 года товарооборот был выше, чем в 2022 году. Отдельно за ноябрь уровень внешней торговли составил 21,5 миллиардов долларов США, что на 18% превышает показатель ноября 2022 года [27]. Таким образом, товарооборот значительно превысил те значения, которые были запланированы между странами в начале года. В дополнение к этому, Россия и Китай планомерно переводят взаимные расчеты с долларов США на национальные валюты – рубль и юань, в первую очередь в отношении расчетов за энергоресурсы, оборудования.

Согласно исследованию Ведущего научного сотрудника Центра Китая, Восточной Азии и ШОС ИМИ А.Д. Дикарева, несмотря на некоторые выгодные обеим сторонам тенденции сотрудничества, проявившиеся в 2023 году, следует отметить, что Китай в большей степени заинтересован в получении доступа к наиболее дешевым природным ресурсам из России и использованию максимально возможного количества российских

территорий. Он также заинтересован в российском рынке для поставок китайской продукции и услуг [28].

Помимо осуществления первичных публичных размещений, российские компании также могут рассматривать возможность выходить на долговой рынок Китайской Народной Республики. В конце 2023 года несколько организаций начали активно изучать возможность размещать облигации на внутреннем рынке Китая. Подобные ценные бумаги, выпущенные иностранными организациями, которые номинированы в юанях и размещаются на рынке материкового Китая, называются панда- бондами. Данные облигации могут размещаться как на биржевом, так и на внебиржевом межбанковском рынке [98]. В выпуске подобных облигаций больше всего могут быть заинтересованы компании импортеры и экспортёры, которые проводят операции в китайских юанях, в первую очередь закупку оборудования и прочих товаров. Несомненно, получение займа и осуществление деятельности в единой валюте значительно снижает издержки компаний. На российском рынке первой компанией, которая осуществила размещение панда-бондов, стала компания ПАО «РУСАЛ» в 2017 году. Как было сказано ранее, данная организация также была первооткрывателем в проведении IPO на рынке КНР. Выпуск панда-бондов на Шанхайской фондовой бирже принес организации более 1,5 миллиардов юаней. Помимо ПАО «РУСАЛ», подобные облигации были размещены такими компаниями как ПАО «НК «Роснефть», ПАО «ГМК «Норильский никель», ПАО «Полюс», ПАО «Совкомфлот» и другими.

При существующей ставке Центрального Банка Российской Федерации выпуск облигаций на внутреннем рынке достаточно дорого обходится компании (13-15%). В то же время, размещение панда-бондов позволяет использовать ставку около 3-5%. Несмотря на существование значительного валютного риска, те компании, которые ведут свою деятельность в КНР и получают валютную выручку, имеют возможность его хеджировать.

Фондовый рынок Гонконга, являющийся одним из крупнейших международных финансовых центров, также представляет определенный интерес для привлечения капитала российскими компаниями. Гонконг, являясь особым административным районом, является достаточно привлекательной площадкой для компаний в азиатском регионе. Он является третьим по величине мировым финансовым центром, уступая лишь Лондону и Нью-Йорку. Более того, Гонконг представляет зону с гораздо более свободным регулированием, нежели Китайская Народная Республика, а также характеризуется большей степенью открытости. Стоит отметить, что в данном районе действует собственное законодательство, которое близко к английскому, в связи с чем гонконгский деловой климат можно рассматривать как более благоприятный для инвесторов.

На фондовой бирже Гонконга в 2024 году было осуществлено 64 первичных публичных размещений, в рамках которых было привлечено 10,7 миллиардов долларов США. В то же время стоит отметить, что объем привлеченного капитала увеличился практически на 90% в сравнении с 2023 годом (5,6 миллиардов долларов США), при этом количество IPO осталось на том же уровне (63 размещений в 2023 году). Тем не менее, с учетом ужесточения денежно-кредитной политики в странах Европейского союза и США, Гонконг будет привлекать инвесторов из различных стран, тем самым укрепляя свои позиции на международном рынке первичных публичных размещений. Начиная с 2022 года, несколько крупных российских компаний рассматривали возможность проведения первичного публичного размещения в Гонконге, однако до сих пор это остается предметом изучения со стороны эмитентов [64]. Первооткрывателем данного рынка для российских компаний стала компания ПАО «РУСАЛ», которая провела IPO в Гонконге в далеком 2010 году – в рамках данного размещения удалось привлечь 2,24 миллиарда долларов США.

В последние годы Индия становится одним из экономических лидеров азиатского региона, в том числе по первичным публичным размещения.

Их доля в общемировом объеме привлеченного финансирования в рамках сделок IPO выросла с 6% в 2021 году до 20% в 2024 году, что вывело их на 2 место (19,9 миллиардов долларов США). По числу осуществленных размещений в 2024 году Индия заняла первое место, обогнав таких общепризнанных лидеров, как Китай и США. Стоит отметить, что из 327 размещений три позволили привлечь свыше 1 миллиарда долларов США.

Следующим направлением, которое предлагается к рассмотрению в рамках данного исследования, является Ближний Восток. Такие страны, как Объединенные Арабские Эмираты, Катар, Саудовская Аравия, в последние годы привлекают большое количество международных инвесторов. Экономика данного региона переживает серьезный подъем как благодаря увеличению доходов от экспорта энергоресурсов, так и за счет активного развития собственных финансовых рынков и промышленности [62; 91]. В странах Совета сотрудничества арабских государств Персидского залива, включающего Бахрейн, Катар, Кувейт, ОАЭ, Оман и Саудовскую Аравию, в 2024 году было проведено 66 первичных публичных размещений (в сравнении с показателем 56 IPO годом ранее). В то же время объем привлеченного капитала увеличился с 11 миллиардов долларов США до 14,1 миллиардов долларов США, делая данный рынок IPO одним из крупнейших в мире [45].

Объединенные Арабские Эмираты представляют собой важную альтернативную площадку для привлечения финансирования российскими компаниями. Данное государство является не только крупнейшим мировым финансовым центром, но и важным промышленным регионом. Несколько лет назад в ОАЭ была принята стратегия развития промышленности сроком до 2031 года – в рамках данной программы вклад данного сектора экономики в объем валового внутреннего продукта должен вырасти более чем в два раза до 300 млрд дирхамов. Помимо этого, Объединенные Арабские Эмираты имеют несколько зон свободной торговли, что создает благоприятный инвестиционный климат для компаний со всего мира, в том числе и из России.

В 2024 году 42 из 66 размещений в регионе было проведено в Саудовской Аравии, Объединенных Арабских Эмиратах и Омане, в рамках которых было привлечено около 13 миллиардов долларов США. Таким образом, Ближневосточный рынок также обладает достаточным объемом капитала, и может быть рассмотрен российскими компаниями в качестве альтернативного направления. В то же время, на настоящий момент данный рынок является достаточно закрытым и допускает к размещениям либо национальные компании, либо эмитентов из других стран Ближнего Востока [62].

С учетом новой макроэкономической реальности, в которой оказались российские компании, одной из возможностей для привлечения необходимого объема финансирования становится поиск альтернативных направлений и рынков. При выборе направления для проведения первичного публичного размещения компаниям необходимо проводить всестороннюю оценку данной возможности. Одним из наиболее важных видов анализа является определение тех факторов, которые будут оказывать влияние на объем привлекаемого финансирования. Основным показателем, который стоит оценивать эмитентам, является объем рыночной капитализации внутреннего рынка. Принимая его в расчет, организации могут делать выбор подходящих направлений на привлечения капитала.

В качестве одного из центральных стоит рассматривать азиатский регион, которые в прошедшие три года занимает лидирующие позиции по количеству проведенных первичных публичных размещений и по объему привлеченного капитала по их результатам. Китайская Народная Республика, являясь основной силой в Азии, представляет собой основную альтернативную площадку для российских компаний. Взаимоотношения между Россией и КНР находятся на высоком уровне и продолжают укрепление, при этом ряд отечественных компаний либо уже осуществили привлечение средств на данном рынке, либо прорабатывают данную возможность на ближайшее будущее. Индия, укрепляя свои позиции в

азиатском регионе, представляет собой интересную площадку. Объединенные Арабские Эмираты и Саудовская Аравия также могут быть рассмотрены в качестве альтернативных направлений для привлечения капитала: их рынки обладают внушительным экономическим потенциалом, при этом количество проведенных размещений ежегодно увеличивается. В дальнейшем в данной работе также будет проведена оценка эффективности проведения IPO российскими компаниями на данных рынках.

3.2 Изменение структуры и стоимости капитала в условиях текущей макроэкономической нестабильности

В прошлом параграфе мы рассмотрели возможные альтернативные направления для привлечения капитала российскими компаниями в связи с невозможностью получать финансирование на большинстве зарубежных площадок, которые занимали ведущие позиции в начале XX века. В то же время, как мы говорили ранее, на данном этапе осуществить привлечение капитала на иностранных рынках достаточно сложно в связи с существующими юридическими барьерами, не говоря уже о значительных затратах и серьезной подготовке. В связи с этим, основной площадкой для российских компаний остается внутренний рынок.

Ранее в работе был дан подробный анализ тех изменений, которые произошли в российской экономике с 2022 года ввиду возникшей нестабильности и серьезного санкционного давления. Несмотря на то, что за прошедшие три года было продемонстрировано значительное восстановление внутреннего рынка, одной из задач исследования является оценка влияния, которое оказывается на механизм привлечения капитала ввиду возникающей в экономике нестабильности.

Изменения находят свое отражение в сроке, на который компании предпочитают его привлекать, структуре капитала, а также в его стоимости. В отношении срока, то если в обычных экономических условиях компании

готовы использовать капитал в том числе и для долгосрочных задач, то в случае нестабильности приоритетом становится поддержание краткосрочной деятельности на необходимом для организации уровне. В связи с этим, компании предпочитают более короткие горизонты планирования ввиду сложностей с построением прогнозов.

Помимо срока, происходят изменения в структуре капитала компаний. Для того, что проанализировать подобную динамику, предлагается рассмотреть такой показатель, как коэффициент соотношения заемных и собственных средств. Проследив его изменения с течением времени, возможно наглядно определить, насколько активно компании могут использовать заемное финансирование в существующих условиях.

Для анализа были взяты данные 10,000 российских компаний за период с 2020 года по 2024 год. Организации были ранжированы в зависимости от размера выручки по данным на последний отчетный год. Автором было выявлено, что у 61% компаний значение коэффициента снизилось за анализируемый период. Таким образом можно сделать вывод, что в условиях усиления экономической нестабильности у организаций меняется структура источников финансирования бизнеса, уменьшая количество заемных средств. Подобные изменения находят отражение в используемых инструментах привлечения капитала, тем самым оказывая влияние на сам механизм. Одним из факторов является удорожание стоимости заимствования ввиду возросшей ключевой ставки Банка России.

Как было сказано ранее, помимо структуры, в условиях экономической нестабильности меняется также стоимость капитала. Подобные изменения предлагается проследить через показатель средневзвешенной стоимости капитала (*weighted average cost of capital*, далее – WACC).

Для проведения подобного анализа были взяты данные 1,000 публичных компаний и 1,000 непубличных компаний за период с 2020 года по 2024 год. Организации были ранжированы в зависимости от размера выручки по данным на последний отчетный год. В качестве одного из

составных показателей средневзвешенной стоимости капитала является стоимость собственного капитала компании. В рамках проведенного исследования она была рассчитана через модель ценообразования капитальных активов (Capital Assets Pricing Model, далее – САРМ), которая рассчитывается согласно формуле (1)

$$R = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f), \quad (1)$$

где R – стоимость собственного капитала;

R_f – безрисковая ставка доходности;

β – бета-коэффициент;

R_m – ожидаемая рыночная доходность.

Альтернативно, стоимость собственного капитала может быть рассчитана по формуле (2)

$$R = R_f + \beta \cdot ERP, \quad (2)$$

где ERP – премия рынка собственного капитала.

Как видно из представленных формул, при осуществлении расчета стоимости собственного капитала необходимо использовать ряд показателей, одним из которых является «бета-коэффициент». Значения были взяты из базы данных профессора финансовых университетов Нью-Йорка Асвата Дамодарана [51]. Данный коэффициент публикуется в зависимости от отрасли, в которой компания осуществляет свою деятельность. Для проведения анализа были использованы среднеотраслевые значения бета-коэффициента, которые позволили сделать соответствующий анализ в зависимости от отрасли, где компания осуществляет деятельность. В качестве

безрисковой ставки были взяты значения доходности 10-летних ОФЗ по состоянию на конец каждого года.

Важным аспектом при проведении расчетов является корректное включение в модель текущего состояния макроэкономической нестабильности на российском рынке. С учетом этого, в значения премии рынка собственного капитала добавлен страновой риск, который позволяет в динамике отражать события, происходящие в российской экономике. Данные значения были также взяты из базы данных Асвата Дамодарана [51].

В рамках проведенного исследования компании были распределены по группам в зависимости от значения средневзвешенной стоимости капитала – данные группы были распределены следующим образом:

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

Как было сказано ранее, отдельный анализ был проведен как для публичных, так и для непубличных компаний. Таблица 9 демонстрирует результаты группировки для публичных компаний.

Таблица 9 – 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.

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%.

Подобная ситуация сложилась и при анализе непубличных компаний, что можно увидеть из таблицы 10. Стоит обратить внимание, что изначальное распределение компаний по группам было несколько другим – в отличие от публичных компаний, превосходство WACC от 5% до 10% было не столь значительным.

Таблица 10 – 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.

В то же время, с 2022 года по 2024 год соотношение между группами у публичных и непубличных компаний стало практически идентичным – основной группой на настоящий момент становится диапазон с показателем WACC от 15% до 20%.

Изменения между группами, несомненно, сопровождались колебаниями ключевой ставки Банка России. В то же время, компаниям в рамках разработки и оптимизации своей финансовой стратегии важно предполагать, какими будут колебания средневзвешенной стоимости капитала именно для их отрасли. В связи с этим, предлагается провести исследование

об изменении показателя WACC в зависимости от того, в какой отрасли компания осуществляет свою деятельность.

Для отраслевого распределения были выбраны те же компании, которые ранее мы рассматривали при кластеризации. Разделение организаций было произведено на базе разделов Общероссийского классификатора видов экономической деятельности (далее – ОКВЭД). Анализ был проведен как для публичных, так и для непубличных компаний, чтобы иметь возможность проследить динамику в зависимости от степени публичности организации – результаты представлены в таблице 11 и таблице 12.

Таблица 11 – Значение WACC по разделам ОКВЭД для публичных компаний, 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.

По результатам проведенного анализа для публичных и непубличных компаний было определено, что для публичных организаций в таких отраслях, как здравоохранение и финансы, значительный рост ключевой ставки Банка России не оказал серьезного влияние на изменение средневзвешенной стоимости капитала.

Таблица 12 – Значение WACC по разделам ОКВЭД для непубличных компаний, 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.

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 – тем самым можно сделать вывод, что определенные отрасли российской экономики больше подтверждены макроэкономическим колебаниям. В связи с этим, компании имеют возможность включать результаты подобного анализа в стратегию финансового развития компании.

Привлечение капитала путем размещения облигаций или получения заемных средств не может быть корректно оценено с точки зрения эффективности – в том случае, если компания получила требуемое количество капитала, проект можно считать успешным. Альтернативная ситуация возникает при сделках IPO, FPO и других аналогичных процессах, где помимо привлеченных средств результатом является повышение стоимости размещенных ценных бумаг и самой компании.

Как мы разбирали ранее, российский рынок первичных публичных размещений показал определенное восстановление после серьезного падения в 2022 году. Предлагается провести анализ размещения российских компаний на внутреннем рынке страны после введения санкций для оценки отношения инвесторов к IPO. Для выполнения данной задачи рассмотрим первичные публичные размещения, которые были проведены на российском рынке с 2022 года до конца 2024 года. Данные по первому дню и по первому месяцу торгов ценных бумаг представлены в приложении Д.

Как можно увидеть из проведенного анализа, лишь в двух случаях из представленных (8,7%) через месяц после начала торгов движение ценной бумаги отличалось от того, что было показано в первый день. При этом важно отметить, что движение акции не зависит от объема привлеченного капитала, рода деятельности компании или периода размещения ценных бумаг.

Дополнительным этапом анализа предлагается использовать сравнение динамики стоимости ценных бумаг и индекса Московской биржи с момента проведения первичного публичного размещения до текущей даты. Результаты подобного сравнения приведены в приложении Е.

Из 23 размещений, которые произошли на российском рынке с 2022 года до настоящего времени, в 18 из них цена акций снизилась в

сравнении с датой размещения. В то же время лишь в 26% проанализированных случаев ценные бумаги и индекс Мосбиржи показывают разнонаправленное движение. Стоит также отметить, что в тех случаях, когда динамика акций соответствует движению индекса российского рынка, лишь в 29% случаев ценные бумаги показывают лучшую динамику, нежели индекс Мосбиржи.

Оценка эффективности использования различных инструментов капитала возможна при использовании ряда показателей, которые входят в концепцию управления стоимостью компании (Value-Based Management, далее – VBM). Данная концепция представляет собой создание системы оценки результатов функционирования на основе стоимости и организации управления по этому подходу.

В качестве базового показателя, который будет использован в данной модели, предлагается взять экономическую добавленную стоимость (Economic Value Added, далее – EVA), которую эмитент может получить по итогам проведения размещения. EVA является одним из наиболее эффективных инструментов для определения доходности вложенных средств. Если данный показатель положительный, то это значит, что бизнес создает добавленную стоимость, которая превышает стоимость использованного капитала. В том случае если экономическая добавленная стоимость отрицательная, то затраты на привлеченный капитал превышают эффективность управления компанией и стоимость бизнеса уменьшается [4].

Формула (3) демонстрирует расчет экономической добавленной стоимости

$$EVA = NOPAT - WACC \cdot IC, \quad (3)$$

где NOPAT – чистая операционная прибыль после налогообложения;

WACC – средневзвешенная стоимость капитала;

IC – инвестированный капитал.

Данную формулу можно представить в следующем виде, в котором ставка доходности на привлеченный капитал противопоставляется ставке средневзвешенной стоимости капитала, что продемонстрировано в формуле (4)

$$EVA = (r - WACC) \cdot IC, \quad (4)$$

где $r = NOPAT / IC$.

В том случае если разница между двумя ставками не отрицательная, то вложенный капитал позволяет компании увеличивать свою стоимость.

Одной из составляющих данного расчета является чистая операционная прибыль после налогообложения (Net operating profit after tax, далее – NOPAT). Данный показатель можно определить на основании финансовой отчетности организации и вычислить по формуле (5)

$$NOPAT = EBITDA - \text{Амортизация} - \text{Налог на прибыль}, \quad (5)$$

где $EBITDA$ – прибыль компании до вычета процентов, налогов, износа и амортизации;

Амортизация – сумма амортизации всех основных средств;

Налог на прибыль – сумма налога на прибыль, уплаченного за период.

Повышение EVA указывает на рост отдачи капитала, сокращение рисков и затрат по использованию капитала. Сам по себе данный показатель позволяет выполнять следующие задачи:

- отобразить эффективность применяемых управленческих решений в долгосрочном периоде;
- применяться при проведении финансового анализа деятельности организации [7].

В качестве компаний для анализа были выбраны размещения российских эмитентов за период с 2022 года по конец 2023 года на фондовом рынке Российской Федерации. Для оценки динамики показателя экономической добавленной стоимости были рассчитаны значения в год проведения первичного публичного размещения, а также на следующий год после осуществления IPO.

Результаты проведенного исследования представлены в приложении Ж. Как можно увидеть, показатели экономической добавленной стоимости компаний снижались на следующий год после IPO.

Как можно увидеть из проведенного анализа, для каждой из представленных компаний показатель экономической добавленной стоимости увеличивался на следующий год после проведения первичного публичного размещения.

Подобные результаты могут свидетельствовать о том, что выход на фондовый рынок в настоящем его состоянию является достаточно эффективным инструментом, который повышает стоимость компаний и положительно влияет на экономическую добавленную стоимость.

Кризисные явления оказывают серьезное влияние на структуру источников привлечения капитала, а также на их стоимость. Согласно проведенному анализу за последние пять лет значения коэффициента соотношения заемных и собственных средств снизился у 61% компаний, что говорит о смещении источника финансирования в пользу собственного капитала. В то же время, с учетом существующих ограничений и волатильности на российском рынке, важно оценить эффективность первичных публичных размещений для компаний, что может быть релевантно для компаний, планирующих выход на фондовый рынок. Исследования, проведенные в данной диссертационной работе, показали увеличение показателя экономической добавленной стоимости для компаний, которые осуществляли IPO в 2022 году и в 2023 году на российском рынке.

3.3 Предложения и рекомендации по совершенствованию элементов механизма привлечения капитала российскими компаниями

Произошедшие в 2022 году изменения, несомненно, оказали серьезное влияние на российскую экономику и на финансовый сектор. Значительно изменился существующий порядок привлечения капитала экономическими агентами. Ввиду отсутствия доступа к большинству зарубежных фондовых площадок российские компании вынуждены перестраивать процессы с учетом новой экономической реальности.

Исходя из проведенного нами исследования и на основании полученных выводов становится возможным разработать определенные рекомендации по использованию механизма привлечения капитала и его методов и инструментов как основных составляющих в существующей новой экономической реальности, которые помогут повысить эффективность осуществления процесса получения финансирования российскими компаниями.

В первую очередь, кризисные явления и экономическая нестабильность оказывают серьезное влияние на управление в организации. С учетом происходящих изменений, еще более важную роль начинает играть финансовая стратегия и планирование в организации. Повышение их эффективности становится одной из основных задач для компаний для продолжения своей успешной деятельности.

В качестве одной из мер может стать более активное использование краткосрочных прогнозов в дополнение к стратегическому планированию, которые позволяли бы оперативнее учитывать происходящие изменения. С учетом более высокой роли оборотного капитала и ликвидности, необходимо усиливать оперативный контроль за денежными потоками, в частности, формировать еженедельные или ежемесячные отчеты для возможности вносить соответствующие изменения в деятельность организаций.

Важным изменением может стать изменение процедуры бюджетирования в организации. Вместо классического бюджетирования компаниям предлагается делать акцент на гибком, скользящем бюджетировании (*rolling forecast*) с ежемесячным обновлением. Подобный инструмент, который позволяет удалить из модели период по мере его прохождения и добавить следующий, дает возможность компаниям отражать происходящие изменения и быстрее реагировать на них – в частности, при резких скачках курса рубля или изменении ключевой ставки Центрального банка Российской Федерации [105]. В условиях развитии автоматизации и появлении новых технологий, подобный процесс может быть не столь трудоемким, однако позволит отслеживать проявления нестабильности и своевременно их нивелировать.

В условиях кризисных явлений значительно увеличивается стоимость заемного финансирования. В связи с этим, компаниям необходимо перестраивать 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 дополнение к этому, необходимо разрабатывать различные сценарии при фактических показателях инфляции выше или ниже планового значения. В условиях макроэкономической неопределенности необходимо сокращать периоды между пересмотрами стратегии и использованием на ее основании инструментов привлечения капитала. При высоких показателях инфляции и ключевой ставки компаниям необходимо снижать долговую нагрузку, основываясь на отраслевой составляющей и корреляцией между динамикой ставкой Центрального банка Российской Федерации и средневзвешенной стоимостью капитала, представленной в предыдущем параграфе.

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.

Эффективность финансовой стратегии и планирования может быть оценена как с помощью специализированных индикаторов в компании, которыми является система ключевых показателей деятельности (Key Performance Indicators, далее – KPI). Несмотря на их полезность в оценке эффективности, важно проследить, каким образом модернизированное финансовое планирование позволяет улучшить показатели компании с учетом тех изменений, которые внедряются. Одним из возможных методов является сравнение двух методов осуществления финансового планирования и достижение фактических финансовых результатов в рамках того или иного подхода. Однако это заставляет компанию иметь несколько планов, что может быть трудоемким процессом. Гораздо более эффективным может быть расчет эффективности финансового планирования как отношение целевых показателей компании, например, прироста выручки, рост чистой прибыли или сокращение операционных расходов, в сравнении с затратами на подготовку плана и его реализацию. Подобный подход представлен в формуле (6)

$$\text{Эффективность финансового планирования} = \frac{\text{Целевой показатель}}{\text{Затраты на подготовку и реализацию плана}} \quad (6)$$

где Целевой показатель – определяется организацией (к примеру, прирост выручки, сокращение операционных расходов и т.д.);

Затраты на подготовку и реализацию плана – сумма прямых и косвенных расходов при финансовом планировании и его реализации.

Как было сказано ранее, в условиях санкционных ограничений внутренний рынок становится основной площадкой получения

финансирования для российских компаний. Стоит отметить, что его быстрое восстановление породило определенный оптимизм среди участников рынка. В то же время, говоря об IPO, несмотря на увеличение количества размещений в 2023-2024 годах объём совершаемых сделок недостаточен в сравнении с ранее заключаемыми сделками на иностранных рынках. Таким образом, существуют два пути изменения рынка привлечения капитала. В первую очередь это совершенствование национальной финансовой системы для возможности предоставления заемщикам и эмитентам необходимого для их цели объема капитала. Одним из путей является скорейшее разрешение ситуации с замороженными активами инвесторов в международной финансовой системе. Так как у российских компаний и частных лиц были заблокированы ценные бумаги, облигации, денежные средства в различных клиринговых системах они не могут быть использованы для покрытия спроса в российской финансовой системе. Разрешение данного вопроса позволит высвободить необходимую дополнительную ликвидность, которую можно использовать на внутреннем рынке.

Внутренний рынок привлечения капитала, являясь основной площадкой для отечественных компаний, нуждается в определенных изменений. В первую очередь важно использовать меры поддержки компаний для облегчения периода трансформации привычных процессов. В российской экономике существует ряд государственных программ, позволяющих компаниям привлекать необходимое финансирование на льготных условиях.

Тем не менее, большинство программ направлены на помочь компаниям лишь из некоторых определенных отраслей экономики, которые участвуют в импортозамещении и экономической трансформации. В первую очередь, под действие программ попадают высокотехнологичные и инновационные компании, организации из сферы биотехнологий, генетики и т.д. Например, в рамках программы «Взлет – от стартапа до IPO» приоритет льготного финансирования отдается компаниям из 16 приоритетных направлений, включая, помимо прочих, искусственный

интеллект, информационные технологии. В то же время, ряд отраслей остаются без внимания или с минимальным его количеством со стороны субъектов, предоставляющих поддержку [95].

В качестве одного из следующих шагов предлагается расширить влияние государственных мер поддержки на компании, также участвующие в процессе импортозамещения, но не выделенные в разряд высокотехнологичных компаний. Среди подобных направлений можно отметить такие отрасли, как:

- логистика;
- промышленность;
- наука и научное обслуживание;
- здравоохранение и пр.

По словам уполномоченного по защите прав предпринимателей Бориса Титова, на данный момент лишь 0,6% всех субъектов МСП принадлежат к производственному сектору и занимаются выпуском оборудования, машин, электроники, компьютеров и т.д. [37]. При отсутствии необходимых мер поддержки компании не готовы начинать деятельность в сферах, которые представляют собой несомненную важность для российской экономики. Это также оказывает влияние на серьезный разрыв между количеством микропредприятий, малых и средних компаний. Ввиду отсутствия необходимой поддержки и доступа к льготному финансированию для компаний из сфер, не входящих в перечень высокотехнологичных и инновационных, у организаций нет возможности продолжать свое развитие и переходить на следующую стадию. Данные сектора экономики должны находиться в числе активно поддерживаемых государством направлений.

Специальные сегменты российского фондового рынка, существующие на Московской бирже, в числе которых выделяется Рынок инвестиций и инноваций, а также сектор Роста, применяют льготные условия к эмитентам для облегчения процесса листинга. Тем не менее, пороговые значения выручки и прочие требования оставляют некоторые компании за бортом использования

данных возможностей. Таким образом, предлагается внести определенные изменения по снижению порогов входа или разработке альтернативной возможности привлечения капитала.

В рамках Рынка инвестиций и инноваций у компаний существует возможность получать pre-IPO финансирование, которое является важным элементов для организаций, желающих в ближайшее время выйти на фондовую биржу. В 2023 году на российском рынке было совершено около 10 подобных сделок. Для развития данного направления привлечения финансирования на Московской бирже в настоящий момент создается специальная платформа внебиржевого привлечения капитала, размещения на которой планируются во II-III квартале 2024 года. Данная программа позволит розничным инвесторам также участвовать в подобных сделках. Диапазон средств, который будет доступен для компаний, выходящих на данную платформу, составит от 200 миллионов рублей до 1 миллиарда рублей. Для привлечения капитала необходимо будет участие брокеров: они будут заниматься как организацией сделки, так и предоставлением доступа к участию в размещении своим клиентам. В качестве одного из требований необходимо будет объяснить цель привлечения финансирования – при этом если компания планирует pre-IPO для возможности выхода из бизнеса мажоритарных акционеров, то площадка не пропустит такие организации. На основе данных управляющего директора фондового рынка торговой площадки Бориса Блохина, в 2024 году предполагалось проведение около 20 сделок pre-IPO, в 2025 году – до 40 сделок [38].

Одним из следующих шагов для развития российского рынка привлечения капитала является появление новых инструментов. В качестве одного из возможных вариантов, который предлагаем рассмотреть в рамках данной работы, выступают цифровые финансовые активы.

Развитие данного инструмента в Российской Федерации берет свой отсчет с 2020 года с момента принятия закона № 259-ФЗ «О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении изменений в отдельные

законодательные акты Российской Федерации», являющийся основным нормативно-правовым актом, регулирующим деятельность цифровых финансовых активов в стране. В соответствии с законодательством, цифровыми финансовыми активами признаются цифровые права, включающие денежные требования, возможность осуществления прав по эмиссионным ценным бумагам, права участия в капитале непубличного акционерного общества, право требовать передачи эмиссионных ценных бумаг, которые предусмотрены решением о выпуске цифровых финансовых активов в порядке, установленном настоящим Федеральным законом, выпуск, учет и обращение которых возможны только путем внесения (изменения) записей в информационную систему на основе распределенного реестра, а также в иные информационные системы [11].

Основным субъектом рынка цифровых финансовых активов является оператор информационной системы (далее – оператор ИС), который отвечает за обеспечение непрерывной работы системы. Согласно таблице 13, по состоянию на май 2025 года, в реестре операторов учтено 15 компаний.

Таблица 13 – Операторы информационных систем

Наименование организации	Дата включения в реестр
1	2
Общество с ограниченной ответственностью «Атомайз»	03.02.2022
Публичное акционерное общество «Сбербанк России»	17.03.2022
Общество с ограниченной ответственностью «Лайтхаус»	17.03.2022
Акционерное общество «Альфа-Банк»	02.02.2023
Общество с ограниченной ответственностью «Системы распределенного реестра»	09.03.2023
Общество с ограниченной ответственностью «Токены – Цифровые Инвестиции»	15.06.2023
Акционерный Коммерческий Банк «Еврофинанс Моснарбанк» (акционерное общество)	15.06.2023

Продолжение таблицы 13

1	2
Публичное акционерное общество «СПБ Биржа»	22.06.2023
Общество с ограниченной ответственностью «Блокчейн Хаб»	27.07.2023
Небанковская кредитная организация акционерное общество «Национальный расчетный депозитарий»	03.08.2023
Акционерное общество «Тинькофф Банк»	28.03.2024
Общество с ограниченной ответственностью «Токеник»	26.11.2024
Общество с ограниченной ответственностью «ВТБ Капитал Трейдинг»	05.12.2024
Акционерное общество «Межрегиональный регистраторский центр»	12.12.2024
Общество с ограниченной ответственностью «Компания Брокеркредитсервис»	06.03.2025

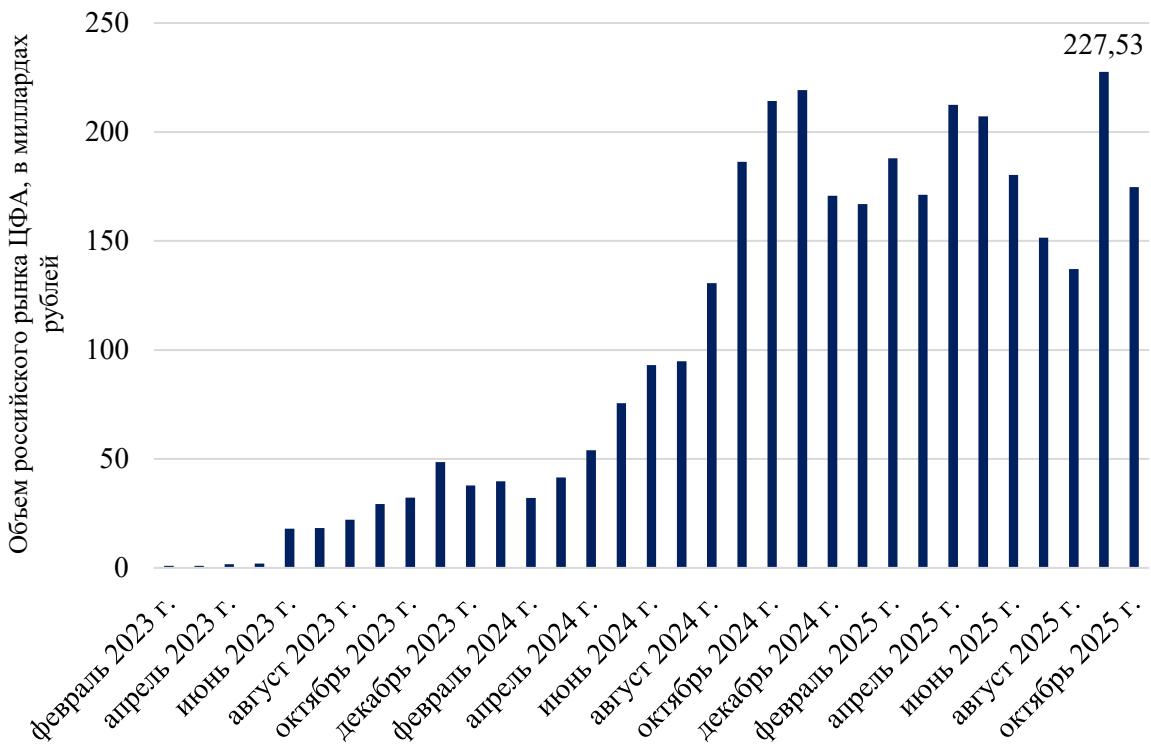
Источник: составлено автором по материалам [22].

В его обязанности также входит взаимодействие с органами власти, допуск пользователей в ИС, реализация сделок и расчетов сделок с цифровыми финансовыми активами с использованием номинального счета. Согласно Центральному Банку Российской Федерации, существуют определенные требования, которые предъявляются к юридическим лицам, являющимся операторам ИС:

- требования к стажу и квалификации членов руководящих органов, единоличного исполнительного органа и должностных лиц;
- требования к операционной надежности;
- требования к организации внутреннего контроля и управления рисками [22].

Активная работа рынка цифровых финансовых активов в России началась с 2022 года, когда компания «Атомайз» была признана первым оператором информационной системы, за которым закреплено право выпускать подобные активы. Рисунок 30 демонстрирует объем российского рынка цифровых финансовых активов по состоянию на второй квартал 2024 года. С момента начала развития данного рынка

262 эмитента осуществили 950 выпусков цифровых финансовых активов. По состоянию на сентябрь 2025 года, ежемесячный объем рынка ЦФА составлял более 227 миллиардов рублей [49].



Источник: составлено автором по материалам [49].
Рисунок 30 – Ежемесячный объем российского рынка цифровых финансовых активов

На рынке цифровых финансовых активов также существует оператор обмена, который позволяет обеспечивать заключение сделок. Несомненно, к данному субъекту со стороны Банка России также применяются определенные требования. В отличие от операторов ИС, к операторам обмена предъявляются дополнительные требования – размер их уставного капитала и чистых активов должен превышать 50 миллионов рублей [22].

Несмотря на то, что технологически цифровые финансовые активы имеют схожие черты с криптовалютами – используют технологию «блокчейн», автоматизированный протокол проведения сделок – в Российской Федерации они оформлены законодательно и не имеют особых ограничений. Кроме того, ЦФА обеспечены какими-либо действительными обязательствами, и раскрывается наименование эмитента.

При подготовке к размещению цифровых финансовых активов, эмитенту необходимо подготовить решение о выпуске ЦФА. Подобный документ аналогичен проспекту эмиссии ценных бумаг и включает в себя информацию о количестве выпускаемых активов, их вид и цену приобретения, объем получаемых прав и другие параметры [71]. По результатам исследования, проведенного Sber CIB, расходы на выпуск цифровых финансовых активов примерно в 28 раз ниже, чем при размещении облигаций. Таким образом, компании любого размера и на различных стадиях жизненного цикла могут осуществлять выпуски цифровых финансовых активов для привлечения необходимого капитала.

Крупнейший на данный момент выпуск цифровых активов был произведен в июне 2023 года на платформе «Мастерчайн» эмитентом ОАО «Российские железные дороги» – в рамках данной сделки был выпущен один необеспеченный ЦФА на 15 миллиардов рублей под 8,45% годовых сроком на 180 дней. Инвестором выступила компания «ВТБ Факторинг» [39].

Развитие рынка цифровых финансовых активов имеет ряд тенденций. Стоит отметить, что несмотря на то, что большинство выпусков являются краткосрочными, сроки заимствования регулярно увеличиваются. Если год назад средний срок составлял около 3 месяцев, то сейчас этот размер вырос до 7-8 месяцев. В то же время, эти показатели все равно значительно ниже, чем у классических облигаций. Большинство экономистов предполагают, что большее увеличение сроков возможно при активном запуске долговых ЦФА с выплатой купонного дохода. Еще одной тенденцией развития данного сегмента является расширение списка базовых активов, а также рост числа гибридных ЦФА, в частности, на объекты искусства [79].

В 2024 году был опубликован закон № 45-ФЗ, разрешающий использовать ЦФА для международных расчетов. Предполагается, что использование цифровых активов для внешнеторговых операций поможет российским импортерам и экспортерам активнее взаимодействовать с

дружественными странами. В конце того же года были проведены несколько трансграничных сделок между Россией и Белоруссией [10].

Использование цифровых финансовых активов обсуждается в рамках нескольких международных объединений, таких как ЕАЭС и БРИКС. Однако стоит обратить внимание, что в первую очередь необходимо определить, каким образом будет осуществляться регулирование подобных внешнеторговых операций. Кроме этого, для реального использования подобных инструментов необходимо создать нормативно-правовую базу, в рамках которой было бы определено понятие ЦФА, создана их классификация и виды. Если в России и Бразилии существуют специальные законы, регулирующие выпуск цифровых финансовых активов, то у других государств-членов они отсутствуют. В дополнение к этому, необходимо разработать единую платформу, в рамках которой будут производиться выпуски ЦФА и их расчеты между участниками, которой может стать Новый банк развития БРИКС. Таким образом, несмотря на существование подобного решения, его использование возможно в среднесрочной перспективе [23].

Несомненно, использование данного инструмента сопряжено с рядом рисков, одним из которых является инфраструктурный риск. С учетом высокой роли оператора информационных систем возможный технологический сбой или его банкротство может привести к невозможности эмитентов или держателей активов получить доступ в систему. В таком случае исполнение обязательств по финансовым инструментам может быть приостановлено [107]. Таким образом, важным направлением для дальнейшего развития данного рынка является снижение данного типа рисков. Одним из вариантов может быть использование взаимосвязанности платформ для резервного обслуживания в том случае, если один из операторов столкнется с технологическими проблемами.

В 2025 году в Российской Федерации была начата разработка программы создания акционерной стоимости. Данная стратегия направлена на

определение лучших рыночных практик корпоративного управления, которые способствовали бы повышению акционерной стоимости публичных акционерных обществ. Банк России подготовил соответствующие рекомендации по разработке соответствующей стратегии, в которых присутствует раздел об оценке текущей акционерной стоимости. Ключевым целевым индикатором предлагается использовать показатель совокупной доходности для акционеров (Total Shareholder Return, далее – TSR) [30]. Модель создания акционерной стоимости, которую предлагает Центральный банк Российской Федерации, направлена именно на публичные компании, которые уже торгуются на фондовом рынке. Кроме того, при расчете показателя TSR используются цена акций на начало и конец определенных периодов, а также дивидендная доходность, которые могут отсутствовать у непубличных компаний. Таким образом, данная модель по созданию стоимости не может быть применена при оценке эффективности использования других инструментов привлечения капитала, в том числе цифровых финансовых активов.

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 автором предлагается модель, которая может быть использована для непубличных компаний, при этом позволяющая провести оценку размещения, в том числе проведенного с помощью цифровых активов [96]. Данная модель оценки добавленной стоимости для непубличных компаний представлена на рисунке 31.

В качестве базового в модели предлагается использовать ранее рассмотренный показатель экономической добавленной стоимости. Одним из главных преимуществ EVA является возможность его расчета на базе внутренней отчетности компаний вне зависимости от каких-либо рыночных показателей. Используя подобный анализ, можно определить, что основными факторами роста EVA являются операционная эффективность и стоимость

капитала, которые включают в себя различные элементы. Стоит отметить, что в рамках представленной на рисунке 31 модели оценки добавленной стоимости включен именно выпуск цифровых финансовых активов в качестве инструмента, на который направлен данный анализ. В то же время, подобная модель может быть применена непубличными компаниями при использовании различных инструментов привлечения финансирования за счет учета затрат на их выпуск.



Источник: составлено автором.

Рисунок 31 – Модель оценки добавленной стоимости для непубличных компаний при использовании ЦФА

Одной из составляющих частей данной модели является операционная эффективность бизнеса. Она включает в себя такие показатели, как рост выручки, рост операционной маржи, налоговая оптимизация, а также специализированные отраслевые показатели.

Говоря о показателе роста выручки, то, чем выше будет данный показатель при постоянной или растущей маржинальности, тем больше будет операционная прибыль компании, тем самым увеличивая значение NOPAT. Среди факторов, которые могут оказывать влияние на изменение данного показателя, предлагается выделить выход на новые рынки, расширение каналов сбыта, изменение ценовой стратегии или продуктовой линейки.

Рост операционной маржи как одной из составляющих представленной модели может быть осуществлен при максимизации операционной прибыли при минимально возможных издержках. Увеличение данного показателя может быть достигнуто путем снижения себестоимости продаж, операционных и административных расходов, а также в оптимизации производства, выражющееся в повышении производительности труда.

В то же время, разделение двух вышеуказанных показателей на разные блоки предлагается для более комплексного рассмотрения операционной эффективности организации. У компании может увеличиваться выручка, при этом сохраняться низкая маржинальность, что не создаст экономической добавленной стоимости. Аналогично, возможно, что выручка остается стабильной, при этом повышается маржинальность, что свидетельствует о приращении EVA. Кроме того, два данных блока имеют под собой разные показатели роста: если увеличение выручки может подразумевать более экстенсивный рост за счет масштабирования, то рост операционной маржи направлен больше на интенсивный, что продиктовано качеством управления затрат.

Переходя к оставшимся блокам модели, а именно к налоговой оптимизации, важно отметить, что чем ниже эффективная налоговая ставка, тем выше NOPAT при одинаковом уровне операционной прибыли.

Специальные отраслевые показатели могут быть взяты для каждой конкретной компании в зависимости от ее сферы деятельности.

Во второй части разработанной модели предлагается детально рассмотреть стоимость капитала компании как одну из составляющих показателя экономической добавленной стоимости.

Начать предлагается со структуры источников финансирования. Как было выявлено ранее в данной диссертационной работе, в условиях кризиса подобный показатель преобразовывается, смещаясь в сторону использования собственных средств. Для более детального исследования, помимо структуры, модель также включает в себя стоимость собственного и заемного капитала.

С учетом того, что представленная модель направлена на определение эффективности выпуска цифровых финансовых активов, то для расчета экономической добавленной стоимости необходимо учитывать затраты на проведение их размещения. В то же время, в дальнейших исследованиях модель предлагается расширить на другие инструменты привлечения капитала, которые могут быть доступны непубличным компаниям.

Следующей рекомендацией, которая может быть выработана по результатам проведенного исследования, является использование альтернативных рынков для привлечения финансирования. В первую очередь, подобные проекты могут быть интересны среднему и крупному бизнесу, которому необходимо получение значительного объема капитала для реализации поставленных задач. Стоит также отметить, что альтернативные направления для привлечения денежных средств могут быть рассмотрены для осуществления размещений акций или облигаций.

Основным вопросом, который необходимо решить при выходе на зарубежные площадки, это возможность осуществления взаимодействия между рынками ввиду серьезной изоляции российской экономики и возможности применения вторичных санкций к контрагентам. Как было показано ранее, возможными направлениями могут быть страны с высокой рыночной капитализацией внутреннего рынка, среди которых отмечены все

страны БРИКС. С учетом расширения объединения в рамках БРИКС +, а также желание стран участников активно использовать национальные платежные системы в международных расчетах, становится возможным укреплять интеграцию между экономиками и использовать их в качестве альтернативной площадке для привлечения капитала при минимизации геополитических рисков. Этому также будет способствовать курс стран участниц БРИКС на дедолларизацию, что позволит укрепить долю расчетов в национальных валютах. С учетом того, что на данный момент состав БРИКС входят такие крупные экономики, как Китай, Индия и Бразилия, объединение обладает серьезными перспективами для российских компаний [96].

Существующие меры поддержки в первую очередь направлены на компании малого и среднего бизнеса. Однако особый интерес также представляют компании, которые уже не могут быть отнесены к данному сегменту. При превышении верхней границы требований компаний выходят из состава МСП и, соответственно, теряют существующие преференции и льготы. Подобная ситуация может привести к тому, что организации прекращают дальнейшее развитие, упираясь в свой потолок без возможностей поддержки. Несомненно, в такой ситуации организации может быть сложно перестроиться на работу без поддержки, что повлечет за собой снижение экономических показателей. На основе данных исследования Агентства стратегических инициатив, после выхода из сегмента МСП у организаций какое-то время может продолжаться рост за счет ранее использованных льгот. Основные проблемы для компаний возникают на этапе объема выручки от 3 до 7 миллиардов – рентабельность организации может сокращаться на 30%. В такой ситуации предприятия будут стараться не потерять свой прежний статус компании МСП для сохранения льгот, что, несомненно, может привести к стагнации в экономике [16].

В связи с этим в рамках национального проекта по поддержке малого и среднего предпринимательства предлагается ввести промежуточную стадию между компаниями МСП и крупным бизнесом – МСП+, в рамках которой

будут сохраняться определенные льготы и механизмы поддержки организаций. На текущий момент подобная программа будет распространяться лишь на ограниченное количество отраслей – информационные технологии, искусственный интеллект, высокотехнологичные и инновационные компании и т.д. Предполагается, что пороговое значение по годовой выручке составит 10 миллиардов рублей, что в 5 раз превышает существующее предельное значение по данному показателю. Следующим важным шагом при развитии данной программы должно стать расширение на большее количество сфер для всестороннего развития экономики [19].

Помимо появления новых инструментов, таких как ЦФА, необходимо рассмотреть возможность расширения использования существующих способов, не получивших на данный момент развития на российском рынке. Различные гибридные формы получения финансирования, такие как мезонинное финансирование, может предоставить дополнительный объем капитала для средних и крупных компаний. С учетом предоставления доли или акций проекта у кредитных организаций, выступающих инвесторами, существует возможность оформить подобное финансирование без объемных бюроцратических процедур. В связи с высокой ставкой Центрального банка и ограничений при предоставлении заемных средств, мезонинное финансирование может получить свое развитие при реализации проектов в строительстве, промышленности и прочих.

По итогам проведенного исследования становится возможным сформировать определенные предложения и рекомендации, которые могут быть использованы как российскими компаниями при осуществлении размещений, так и финансовыми институтами при формировании стратегии развития. В первую очередь, существующие меры поддержки российской экономики должны быть усовершенствованы для дальнейшего развития внутреннего рынка – среди изменений предлагается расширение их использования на большее количество отраслей экономики, а также

использование инициативы МСП+ для поддержки компаний, выходящих за пределы сегмента МСП. Создание и совершенствование новых инструментов, таких как цифровые финансовые активы или pre-IPO финансирование, позволяют компаниям расширить количество используемых инструментов привлечения капитала. В дополнение к этому, различные иностранные площадки, такие как азиатский и ближневосточные рынки, а также экономики стран БРИКС, могут рассматриваться в качестве альтернативных направлений получения финансирования.

Заключение

Произошедшие в 2022 году события в Российской Федерации оказали серьезное влияние на всю финансовую систему страны. Изменения претерпел и механизм привлечения капитала, который можно определить как совокупность структурных элементов, с помощью которых компании имеют возможность получать финансовые ресурсы для развития своей деятельности, осуществления инвестиций или реализации проектов. Из-за состояния экономической нестабильности меняются основные параметры привлечения капитала – стоимость, структура и срок, на который финансирование требуется и на который оно может быть получено.

В условиях существующей нестабильности процессная схема механизма привлечения капитала была дополнена рядом элементов: разработкой финансовой стратегии компании; этапом оценки внешней среды и ключевых показателей макроэкономической нестабильности. Указанные элементы формируют основу для принятия управленческих решений, связанных с выбором метода или инструмента привлечения финансирования, а также с определением последующих шагов в процессе привлечения капитала.

Российская экономика столкнулась с серьезными вызовами в 2022 году. Санкционное давление, направленное в первую очередь на финансовый сектор, оказало серьезное влияние на инструменты привлечения капитала. Кратковременный рост ставки Центрального Банка Российской Федерации до 20% в первой половине 2022 года замедлил объемы заемных средств, однако по итогам года в экономике продолжился рост корпоративного кредитования (14,3% в сравнении с 2021 годом). Тем не менее, остальные сегменты российского рынка привлечения капитала испытали большие трудности: показатели венчурных инвестиций снизились более чем на 60%, лишь 1 IPO было проведено в 2022 году. Значительно увеличились показатели инфляции, которые вынудили Банк России резко

повышать ключевую ставку (с 8,5% до 20%), в марте 2022 года объем торгов на фондовом рынке снизился практически в 9 раз по сравнению с предыдущим месяцем и в 7 раз по сравнению с мартом 2021 года.

Все произошедшие потрясения оказали значительное влияние на стоимость и структуру капитала. В рамках проведенного диссертационного исследования была разработана классификация факторов, оказывающих негативное влияние на структуру и стоимость капитала компаний в условиях текущей макроэкономической нестабильности. Представленные в классификации факторы были разделены на три основные группы: макроэкономические факторы, факторы монетарной политики, факторы санкционного давления.

Несмотря на то, что к концу 2023 года большинство сегментов рынка привлечения капитала смогли преодолеть кризисную ситуацию, в рамках данной работы проведен анализ дальнейшего развития российского рынка, проработаны дополнительные меры поддержки рынка и отечественных компаний, а также выявлены альтернативные направления для привлечения капитала.

С самого начала развития российского рынка привлечения капитала в 90-х годах XX века он обладал своими особенностями, одной из которых являлась высокая роль нерезидентов. Кроме этого, сами отечественные компании также предпочитали организовывать размещения акций на зарубежных площадках, которые предоставляли доступ к большим объемам капитала. С учетом возникшей в 2022 году геополитической ситуации крупные иностранные площадки оказались недоступны для российских компаний, доля нерезидентов также снизилась до показателя менее 1% к концу года. Возможным шагом для российских компаний в процессе привлечения капитала может стать поиск альтернативных направлений среди дружественных стран. В рамках данного диссертационного исследования была разработана модель оценки значимости рыночных факторов, направленная на выявление их влияния на объем привлекаемого капитала при

использовании первичных публичных размещений. По итогам анализа было выявлено непосредственное влияние рыночной капитализации компаний внутреннего рынка на объем привлеченного капитала при сопоставимом уровне издержек на осуществление первичного публичного размещения и при отсутствии институционально-правовых ограничений. Таким образом, компании могут рассматривать различные альтернативные направления для получения финансирования.

Одним из основных рынков становится азиатский, который является общемировым лидером по количеству проведенных размещений и по привлеченному в их рамках капиталу. Китайская Народная Республика в качестве одного из основных партнеров для нашей страны представляет особый интерес в исследовании. В дополнение к этому, особое внимание стоит уделить рынкам стран БРИКС и ближневосточному рынку – они уже входят в состав ведущих стран и обладают потенциалом для дальнейшего роста и развития.

В условиях текущей макроэкономической нестабильности происходит значительное изменение структуры и стоимости капитала. В рамках разработки и оптимизации финансовой стратегии компаниям важно предполагать, каким образом данные показатели будут меняться при проявлениях нестабильности, в том числе в зависимости от того, является ли компания публичной, а также в какой отрасли она осуществляет свою деятельность. На основании проведенного анализа российских компаний за период с 2020 года по 2024 год было выявлено, что у 61% компаний снизилось значение коэффициента соотношения заемных и собственных средств. Таким образом, в условиях усиления экономической нестабильности у организаций меняется структура источников финансирования бизнеса, уменьшая количество заемных средств.

Говоря об отраслевом распределении, то независимо от степени публичности компаний, в таких видах деятельности, как обрабатывающие производства, добыча полезных ископаемых, строительство, технологический

сектор и сельское хозяйство, наблюдался серьезный рост средневзвешенной стоимости капитала в 2020-2024 гг. В то же время, 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. Тем самым можно сделать вывод, что определенные отрасли российской экономики больше подвержены колебаниям, и компании имеют возможность включать результаты подобного анализа в свою финансовую стратегию.

По итогам проведенного исследования автором сформированы основные предложения и рекомендации, которые могут быть применены в условиях новой экономической реальности. При увеличении стоимости заемного финансирования и изменениях в структуре капитала, компаниям предлагается вводить в финансовую стратегию таргетированные показатели инфляции, которые бы учитывали отраслевую специфику организации, и на их основании осуществлять необходимое инфляционное моделирование. С учетом более высокой роли оборотного капитала и ликвидности, необходимо усиливать оперативный контроль за денежными потоками, в частности, формировать еженедельные или ежемесячные отчеты для возможности вносить соответствующие изменения в деятельность организации. Кроме этого, компаниям предлагается делать акцент на гибких инструментах бюджетирования, в частности, на скользящем прогнозе (*rolling forecast*), с более короткими интервалами его обновления. Подобный подход позволяет компаниям быстрее отражать происходящие изменения и быстрее на них реагировать.

Рассмотренные меры государственной поддержки должны быть модифицированы и применены для дальнейшего укрепления российского рынка привлечения капитала. Появление цифровых финансовых активов или использование pre-IPO финансирования позволяют расширять перечень доступных для компаний методов и инструментов привлечения капитала. Возможность использования альтернативных направлений среди

дружественных стран, таких как азиатский или ближневосточные рынки, позволяет компаниям рассчитывать на возможность доступа к широкой базе инвесторов и получения необходимого объема капитала.

Важной задачей при осуществлении процесса привлечения финансирования является оценка его эффективности. Если для публичных компаний возможно использовать показатель совокупной доходности для акционеров, то для организаций, не торгующихся на фондовом рынке, необходимо использовать альтернативные метрики. В рамках данного диссертационного исследования была разработана модель оценки экономической добавленной стоимости для непубличных компаний. Базовым показателем предлагается использовать экономическую добавленную стоимость, которая не зависит от рыночных индикаторов, а может быть рассчитана на базе внутренней отчетности организации.

Разработанные в рамках данной работы предложения и рекомендации могут быть использованы в деятельности российских компаний, которые планируют осуществлять привлечение капитала с помощью одного из рассмотренных инструментов, а также в работе различных финансовых институтов при формировании стратегий развития экономики.

Список литературы

Книги

1. Барановский, В.Г. Россия и мир: 2023. Экономика и внешняя политика. Ежегодный прогноз / А.А. Дынкин, В.Г. Барановский, Ю.Л. Адно [и др.] ; ответственные редакторы Г.И. Мачавариани, И.Я. Кобринская. – Москва : ИМЭМО РАН, 2022. – 130 с. – ISBN 978-5-9535-0568-0.
2. Берзон, Н.И. Рынок ценных бумаг : учебник для вузов / Н.И. Берзон ; пятое издание, переработанное и дополненное. – Москва : Издательство Юрайт, 2024. – 514 с. – ISBN 978-5-534-11196-5.
3. Брейли, Р. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс ; перевод с английского Н. Барышниковой. – Москва : ЗАО «Олимп–Бизнес», 2004. – 1008 с. – ISBN 5-901028-67-8.
4. Морозко, Н.И. Современные концепции финансового менеджмента : учебник / В.Ю. Диденко, Н.И. Морозко. – Москва : КноРус, 2021. – 251 с. – ISBN 978-5-406-08724-4.
5. Пикетти, Т. Капитал в XXI веке / Т. Пикетти. – Москва : Ad Marginem, 2016. – 592 с. – ISBN 978-5-91103-252-4.
6. Хотинская, Г.И. Корпоративные финансы в цифровой экономике + еПриложение : учебник / Г.И. Хотинская, И.В. Булава, М.Н. Гермогентова [и др.] ; под общей редакцией Г.И. Хотинской. – Москва : КноРус, 2023. – 444 с. – ISBN 978-5-406-10859-8.
7. Чалдаева, Л.А. Рынок ценных бумаг : учебник для вузов / Л.А. Чалдаева, А.А. Килячков ; седьмое издание, переработанное и дополненное. – Москва : Издательство Юрайт, 2024. – 381 с. – ISBN 978-5-534-12325-8.
8. Cumming, D. The Oxford Handbook of IPOs / D. Cumming. – Oxford : Oxford University Press, 2019. – 840 p. – ISBN 9780190614577.

9. Drahö, J. The IPO Decision: Why and How Companies Go Public / J. Drahö. – Cheltenham : Edward Elgar Publishing, 2004. – 400 p. – ISBN 1843766132.

Нормативные правовые акты

10. Российская Федерация. Законы. О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации : федеральный закон [принят Государственной Думой 27 февраля 2024 года]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_471814/ (дата обращения: 11.05.2025).

11. Российская Федерация. Законы. О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации : федеральный закон [принят Государственной Думой 22 июля 2020 года]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_358753/ (дата обращения: 24.05.2024).

12. Об утверждении приоритетных направлений проектов технологического суверенитета и проектов структурной адаптации экономики Российской Федерации и Положения об условиях отнесения проектов к проектам технологического суверенитета и проектам структурной адаптации экономики Российской Федерации, о представлении сведений о проектах технологического суверенитета и проектах структурной адаптации экономики Российской Федерации и ведении реестра указанных проектов, а также о требованиях к организациям, уполномоченным представлять заключения о соответствии проектов требованиям к проектам технологического суверенитета и проектам структурной адаптации экономики Российской Федерации [Постановление Правительства Российской Федерации от

15.04.2023 № 603]. – Информационно-правовой портал «Гарант.ру».
– Текст : электронный. – URL: <https://base.garant.ru/406741957/> (дата обращения: 18.09.2023).

13. Regulation (EU) 2023/1781 of the European Parliament and of the Council of 13 September 2023 establishing a framework of measures for strengthening Europe's semiconductor ecosystem and amending Regulation (EU) 2021/694 (Chips Act) / Европейский союз : официальный сайт.
– Брюссель. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный.
– URL: <http://data.europa.eu/eli/reg/2023/1781/oj> (дата обращения: 24.02.2024).

Стандарты

14. Международный стандарт финансовой отчетности (IAS) 32. «Финансовые инструменты: представление» [Приказ Минфина России от 28.12.2015 № 217н (редакция от 14.12.2020) (с изменениями и дополнениями, вступил в силу 20.01.2021] // СПС «Консультант Плюс».
– Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_193676/ (дата обращения: 16.03.2022).

Авторефераты диссертаций

15. Бровкина, Н.Е. Закономерности и перспективы развития кредитного рынка в России : специальность 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» : автореферат диссертации на соискание ученой степени доктора экономических наук / Бровкина Наталья Евгеньевна ; Финансовый университет. – Москва, 2020. – 47 с. – Библиогр.: с. 42-47. – Место защиты: Финансовый университет.

Электронные ресурсы

16. Агентство стратегических инициатив : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://asi.ru> (дата обращения: 16.04.2024). – Текст : электронный.

17. Аналитический материал «Обзор российского финансового сектора и финансовых инструментов» / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://www.cbr.ru/Collections/Collection/File/43892/overview_2022.pdf (дата обращения: 24.04.2023).

18. Аналитический материал «Обзор финансовых инструментов» / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://www.cbr.ru/collection/collection/file/48944/fi_review_2023.pdf (дата обращения: 16.11.2024).

19. Аналитический материал «Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на 2024 год и период 2025 и 2026 годов» / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/155957/onrfr_2024-26.pdf (дата обращения: 28.10.2023).

20. Аналитический материал «Система передачи финансовых сообщений» / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/92866/SPFS_25082022.pdf (дата обращения: 16.11.2023).

21. Аналитический обзор «Банковский сектор» / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL:

https://www.cbr.ru/Collections/Collections/File/45063/analytical_review_bs-2023-1.pdf (дата обращения: 02.06.2023).

22. Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://www.cbr.ru> (дата обращения: 24.11.2023). – Текст : электронный.

23. Блокчейн БРИКС: В чем экономический смысл трансграничных ЦФА? / Фонд Росконгресс : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://roscongress.org/materials/blokcheyn-briks-v-chem-ekonomicheskiy-smysl-transgranichnykh-tsfa/> (дата обращения: 26.02.2025).

24. Венчурная Евразия 2022 / Dsight : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://dsight.ru/research16> (дата обращения: 30.11.2023).

25. Венчурная Евразия: итоги 2023 года / Группа компаний Б1 : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://b1.ru/analytics/b1-dsight-venture-eurasia-research-2023-results/> (дата обращения: 02.06.2024).

26. Главное таможенное управление КНР : официальный сайт. – Пекин. – Обновляется в течение суток. – URL: <http://english.customs.gov.cn> (дата обращения: 13.09.2023). – Текст : электронный.

27. Две ведущие экономики мира – США и Китай – в 2024 году ждет замедление роста / Организация Объединенных Наций : официальный сайт. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://news.un.org/ru/story/2024/01/1448377> (дата обращения: 12.01.2024).

28. Дикарев, А.Д. Российско-китайские отношения в 2023 году / А.Д. Дикарев // МГИМО : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: https://mgimo.ru/about/news/experts/russia-china-2023/?utm_source=google.com&utm_medium=organic&utm_campaign=google.com&utm_referrer=google.com (дата обращения: 08.01.2024).

29. Единый реестр субъектов малого и среднего предпринимательства – получателей поддержки / Федеральная налоговая служба : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://rmsp-pp.nalog.ru> (дата обращения: 05.05.2024).

30. Информационное письмо Банка России «О Рекомендациях по разработке стратегии повышения акционерной стоимости» / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://cbr.ru/Crosscut/LawActs/File/9943> (дата обращения: 20.05.2025).

31.Информационно-аналитический материал «Рынок производных финансовых инструментов» / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://www.cbr.ru/collection/collection/file/50717/derivatives_market_2024.pdf (дата обращения: 12.11.2024).

32. Ключевые тезисы «Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на 2023 год и период 2024 и 2025 годов» / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток.
– Текст : электронный. – URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/131936/onrfr_2021-12-24_key_messages.pdf (дата обращения: 16.02.2023).

33. Компания Genetico провела IPO на Московской бирже / Центр генетики и репродуктивной медицины Genetico : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://genetico.ru> (дата обращения: 07.09.2023).

34. Коршунов, Р.А. Кредитование МСБ в 2022-2023: на максимальных оборотах / А.А. Сараев, В.Д. Тетерин, Р.А. Коршунов, Ю.Н. Якупова // АО «Эксперт РА» : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: https://raexpert.ru/researches/banks/msb_forecast_2023/ (дата обращения: 14.08.2023).

35. МГКЛ : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://ir.mosgorlombard.ru> (дата обращения: 05.01.2024). – Текст : электронный.

36. Министерство финансов Российской Федерации : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://minfin.gov.ru> (дата обращения: 26.09.2024). – Текст : электронный.

37. Министерство экономического развития Российской Федерации : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://www.economy.gov.ru> (дата обращения: 30.10.2023). – Текст : электронный.

38. Московская биржа : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://www.moex.com> (дата обращения: 01.02.2023). – Текст : электронный.

39. ОАО «Российские железные дороги» : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://www.rzd.ru> (дата обращения: 20.05.2024). – Текст : электронный.

40. ПАО «Элемент» : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://gkelement.ru> (дата обращения: 07.07.2024). – Текст : электронный.

41. Статистический сборник «Инвестиции в России 2023» / Федеральная служба государственной статистики : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/Invest_2023.pdf (дата обращения: 14.12.2024).

42. Федеральная таможенная служба : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://customs.gov.ru> (дата обращения: 24.04.2023). – Текст : электронный.

43. Федеральный корпорация по развитию малого и среднего предпринимательства : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение

суток. – URL: <https://corpmsp.ru> (дата обращения: 15.04.2024).
– Текст : электронный.

44. Федеральная служба государственной статистики : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://rosstat.gov.ru> (дата обращения: 01.05.2023). – Текст : электронный.

45. 2022: a record year for MENA IPOs / Ernst&Young : официальный сайт. – Лондон. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный.
– URL: https://www.ey.com/en_ae/ipo/mena-ipo-eye-resources/mena-ipo-eye-q4-2022 (дата обращения: 24.08.2023).

46. Anatomy of Russian equity capital markets / SOVA Capital : официальный сайт. – Лондон. – Обновляется в течение суток.
– Текст : электронный. – URL: <https://sovacapital.com/wp-content/uploads/2021/12/Sova-Capital.-The-View.pdf> (дата обращения: 01.11.2022).

47. Bank for International Settlements : официальный сайт. – Базель.
– Обновляется в течение суток. – URL: <https://www.bis.org> (дата обращения: 15.10.2024). – Текст : электронный.

48. Business Loans Are The Most Popular Funding Method For Businesses / Forbes : сайт. – Текст : электронный.
– URL: <https://www.forbes.com/advisor/business-loans/how-entrepreneurs-are-financing-new-businesses/> (дата обращения: 23.07.2024).

49. Cbonds : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://cbonds.ru> (дата обращения: 02.03.2024).
– Текст : электронный.

50. China IPO Watch 2022 / PricewaterhouseCoopers : сайт.
– Текст : электронный. – URL: <https://www.pwccn.com/en/ipo/china-ipo-watch-2022.pdf> (дата обращения: 18.09.2023).

51. Damodaran Online : официальный сайт. – Нью-Йорк.
– Обновляется в течение суток. – URL:

https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/home.htm (дата обращения: 14.05.2025). – Текст : электронный.

52. Global IPO Trends 2021 / Ernst&Young : официальный сайт.

- Лондон. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный.
- URL: https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en_gl/topics/ipo/ey-2021-global-ipo-trends-report-v2.pdf (дата обращения: 12.11.2022).

53. Global IPO Trends 2022 / Ernst&Young : официальный сайт.

- Лондон. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный.
- URL: https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en_gl/topics/ipo/ey-global-ipo-trends-2022-v1.pdf (дата обращения: 26.01.2023).

54. Global IPO Trends 2023 / Ernst&Young : официальный сайт.

- Лондон. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en_gl/topics/ipo/ey-global-ipo-trends-2023-q4.pdf (дата обращения: 04.05.2024).

55. Global IPO Trends Q3 2024 / Ernst&Young : официальный сайт.

- Лондон. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://www.ey.com/en_gl/insights/ipo/trends (дата обращения: 10.12.2024).

56. Global IPO Trends 2024 / Ernst&Young : официальный сайт.

- Лондон. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://www.ey.com/en_gl/insights/ipo/trends (дата обращения: 16.04.2025).

57. Global IPO Watch 2022 / PricewaterhouseCoopers : официальный сайт. – Лондон. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://www.pwc.com/gx/en/services/audit-assurance/assets/pwc-global-ipo-watch-2022.pdf> (дата обращения: 12.04.2023).

58. Global IPO Watch 2023 and outlook for 2024 / PricewaterhouseCoopers : официальный сайт. – Лондон. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://www.pwc.co.uk/risk/assets/pdf/ipo/global/global-ipo-watch-q4-2023.pdf> (дата обращения: 17.04.2024).

59. Global IPO Watch 2024 / PricewaterhouseCoopers : официальный сайт. – Лондон. – Обновляется в течение суток.
– Текст : электронный. – URL: <https://www.pwc.co.uk/risk/assets/pdf/ipo/global-global-ipo-watch-2024.pdf> (дата обращения: 08.12.2024).

60. How will ESG performance shape your future? / Ernst&Young : официальный сайт. – Лондон. – Обновляется в течение суток.
– Текст : электронный. – URL: https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en_gl/topics/assurance/assurance-pdfs/ey-global-institutional-investor-survey-2020.pdf (дата обращения: 10.07.2024).

61. Investing.com : официальный сайт. – Никосия. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://www.investing.com> (дата обращения: 15.09.2025).
– Текст : электронный.

62. MENA IPO momentum to continue into 2024 backed by strong pipeline / Ernst&Young : официальный сайт. – Лондон. – Обновляется в течение суток.
– Текст : электронный. – URL: https://www.ey.com/en_qa/ipo/mena-ipo-eye-resources/mena-ipo-eye-q3-2023 (дата обращения: 09.10.2023).

63. Nikkei Asia : официальный сайт. – Сингапур. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://asia.nikkei.com> (дата обращения: 24.05.2023). – Текст : электронный.

64. Russian Firms Turn to Hong Kong in Bid to Avoid Sanctions / Bloomberg : официальный сайт. – Нью-Йорк. – Обновляется в течение суток.
– Текст : электронный. – URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-10-10/russian-firms-turn-to-hong-kong-in-bid-to-avoid-sanctions?srnd=premium-europe> (дата обращения: 30.01.2023).

65. SmartTechGroup : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://smarttechgroup.pro> (дата обращения: 25.04.2024).
– Текст : электронный.

66. Statista : официальный сайт. – Лондон. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://www.statista.com> (дата обращения: 02.05.2025). – Текст : электронный.

67. S&P Global : официальный сайт. – Нью-Йорк. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://www.spglobal.com/en/> (дата обращения: 11.05.2023). – Текст : электронный.

68. The World Bank : официальный сайт. – Нью-Йорк. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://www.worldbank.org> (дата обращения: 03.09.2023). – Текст : электронный.

69. Whoosh : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://whoosh-bike.ru> (дата обращения: 23.03.2023). – Текст : электронный.

70. World Economic Outlook: A Rocky Recovery / International Monetary Fund : официальный сайт. – Нью-Йорк. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2023/04/11/world-economic-outlook-april-2023> (дата обращения: 24.05.2023).

Статьи

71. Алешина, А.В. Использование цифровых финансовых активов для привлечения финансирования в компанию / А.В. Алешина, А.Л. Булгаков, Е.А. Романов // Финансовые рынки и банки. – 2023. – № 12. – С. 67-74. – ISSN 2658-3917.

72. Аникеева, А.А. Анализ механизмов привлечения инвестиционных ресурсов в период кризиса / А.А. Аникеева, А.К. Чернолецкая // Экономика, предпринимательство и право. – 2021. – № 6. Том 11. – С. 1587-1604. – ISSN 2222-534X.

73. Антюхов, А.Ю. Роль и перспективы развития замещающих облигаций на фондовом рынке России / А.Ю. Антюхов, И.А. Гусева // Финансовые рынки и банки. – 2023. – № 5. – С. 97-102. – ISSN 2658-3917.

74. Балашова, И.В. Финансовые инструменты государственного регулирования экономики. / И.В. Балашова, Т.А. Терещенко // Вестник Академии знаний. – 2020. – № 40 (5). – С. 522-526. – ISSN 2687-0983.

75. Баско, О.В. Специфика отраслевой структуры банковского кредитования реального сектора российской экономики / О.В. Баско, Е.Ю. Галкина // Вестник экспертного совета. – 2020. – № 1 (20). – С. 67-71. – ISSN 2308-765X.

76. Берзон, Н.И. Российский рынок корпоративных облигаций: история развития, текущие тенденции, проблемы и перспективы / Н.И. Берзон, Т.М. Ерофеева // Вестник Томского государственного университета. Экономика. – 2018. – № 44. – ISSN 2311-3227.

77. Борба, В. Концепция развития БРИКС: анализ проектов, финансируемых НБР / В. Борба, У. Далдеган // Вестник международных организаций. – 2023. – № 4. Том 18. – С. 7-33. – ISSN 2542-2081.

78. Васина, Е.В. Мировые финансовые кризисы и их виды / Е.В. Васина // Вестник МГИМО-Университета. – 2021. – № 4 (43). – С. 271-277. – ISSN 2541-9099.

79. Власов, А.В. Обзор цифровых активов. Тенденции развития цифровых финансовых активов в РФ и прогноз развития / А.В. Власов, В.С. Станкевич // Russian Journal of Economics and Law. – 2024. – № 2. Том 18. – С. 422-452. – ISSN 2782-2923.

80. Вощикова, Н.К. Макроэкономическая стабильность: теория и реальность / Н.К. Вощикова // Вестник Московского Университета. Серия 6. Экономика. – 2021. – № 5. – С. 249-270. – ISSN 0130-0105.

81. Газизова, Р.А. Основные методы и источники финансирования инвестиционных проектов / Р.А. Газизова // Исследования молодых ученых : материалы XXXIX Международной научной конференции ; под редакцией

И.Г. Ахметова [и др.]. – Казань : Молодой ученый, 2022. – 82 с.
– ISBN 978-5-6048165-7-8.

82. Гачегов, М.А. Оценка эффективности поддержки малого и среднего предпринимательства / А.В. Охрименко, М.А. Гачегов // Вестник Московского университета, Серия 6, Экономика. – 2023. – № 4. Том 58. – С. 124-146.
– ISSN 0130-0105.

83. Глазков, В.В. Анатомия финансовых уязвимостей и кризисов / В.В. Глазков // Хроноэкономика. – 2019. – № 1 (14). – С. 37-41.
– ISSN 2618-771X.

84. Горбунов, Е.В. О понятии «механизм» в экономических науках / Е.В. Горбунов // Экономика. Профессия. Бизнес. – 2018. – № 2. – С. 17-21.
– ISSN 2413-8584.

85. Гурвич, Е.Т. Неосознаваемые факторы финансовых кризисов / Е.Т. Гурвич // Современная мировая экономика. – 2023. – № 1 (1). Том 1.
– С. 52-73. – ISSN 2949-5776.

86. Джавадова, О.М. Классификационный подход к оценке факторов, определяющих стоимость предприятий в системе стратегического управления / О.М. Джавадова, И.В. Капиносов // Вестник Северо-Кавказского федерального университета. – 2023. – № 2 (95). – С. 61-69.
– ISSN 2307-907X.

87. Древинг, С.Р. Дивидендная политика российской компаний в условиях санкций / С.Р. Древинг, О.В. Борисова, А.М. Швейцер // Вестник Евразийской науки. – № 4. Том 16. – ISSN 2588-0101. – Текст : электронный.
– DOI отсутствует. – URL: <https://esj.today/PDF/17ECVN424.pdf> (дата обращения: 28.03.2025).

88. Дюбанова, Ю.В. Финансовая безопасность России в современных условиях / Ю.В. Дюбанова // Транспортное дело в России. – 2022. – № 2.
– С. 75-78. – ISSN 2072-8689.

89. Захарова, А.В. Особенности проектного финансирования объектов недвижимости в цифровой экономике и его государственное регулирование /

А.В. Захарова, В.Г. Макеева, Н.В. Казанцева, О.А. Ревzon // Вестник университета. – 2020. – № 4. – С. 152-159. – ISSN 1816-4277. – Текст : электронный. – DOI 10.26425/1816-4277-2020-4-152-159. – URL: <https://vestnik.guu.ru/jour/article/view/2197> (дата обращения: 16.07.2025).

90. 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.

91. 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.

92. 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).

93. 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.

94. 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.

95. 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.

96. 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.
97. Зимин, В.С. Механизм, история определения и его виды / В.С. Зимин // Актуальные вопросы современной экономики. – 2022. – № 9. – С. 9-14. – ISSN 2311-4320.
98. Калькаева, Е.В. Панда-облигации как инструмент привлечения финансирования российскими компаниями / Е.В. Калькаева // Вестник Волжского университета имени В.Н. Татищева. – 2020. – № 3. Том 2. – С. 163-175. – ISSN 2076-7919.
99. Капелюшников, Р.И. Многорукий Адам Смит / Р.И. Капелюшников // Вопросы экономики. – 2023. – № 10. – С. 53-74. – ISSN 0042-8736.
100. Киреева, Д.А. Роль нефинансовых факторов стоимости компаний / Д.А. Киреева, А.М. Нуждина // Academy Journal. – 2022. – № 1 (19) – С. 85-90. – ISSN отсутствует.
101. Клейнер, Г.Б. Экономические циклы во времени и в пространстве: возможности синтеза / Г.Б. Клейнер // Научные труды Вольного экономического общества России. – 2023. – Том 240. – С. 138-168. – ISSN 2072-2060.
102. Козлов, В.М. Российский рынок корпоративных облигаций: возможности роста в условиях санкций / В.М. Козлов // Инновации и инвестиции. – 2023. – № 1. – С. 115-118. – ISSN 2307-180X.
103. Кокодей, Т.А. Идентификация паттернов глобальных финансово-экономических кризисов / Т.А. Кокодей, Т.И. Ломаченко, Ю.П. Майданевич // Научный вестник: Финансы, банки, инвестиции. – 2020. – № 1. – С. 23-30. – ISSN 2312-5330.
104. Королева, Е.В. Влияние факторов на структуру капитала компаний: систематический обзор литературы / Е.В. Королева,

О.М. Макаров // Естественно-гуманитарные исследования. – 2023. – № 2 (46). – С. 270-275. – ISSN 2687-1009.

105. Косов, М.Е. Прогноз скользящей ликвидности денежных потоков в целях управления денежными потоками организации / М.Е. Косов // Вестник экономической безопасности. – 2021. – № 4. – С. 275-277. – ISSN 2414-3995.

106. Кролевицкая, В.Э. Банковский кредитный рынок современной России / В.Э. Кролевицкая // Экономика и банки. – 2023. – № 1. – С. 34-45. – ISSN 2524-2393.

107. Кушниренко, М.Р. Выпуск цифровых финансовых активов с использованием цифровых платформ: возможности и риски для участников финансовой операции / М.Р. Кушниренко // Известия высших учебных заведений. Серия «Экономика, финансы и управление производством» [Ивэкофин]. – 2023. – № 02 (56). – С. 6-16. – ISSN 2218-1784.

108. Лапонов, А.В. Великая депрессия и ее преодоление / А.В. Лапонов // Мир новой экономики. – 2013. – № 2. – С. 34-39. – ISSN 2220-6469.

109. Лосева, О.В. Концепция человеческого интеллектуального капитала в условиях цифровизации экономики / О.В. Лосева, Н.М. Абдиев // Экономика. Налоги. Право. – 2021. – № 2. Том 14. – С. 72-83. – ISSN 1999-849X. – Текст : электронный. – DOI 10.26794/1999-849X-2021-14-2-72-83. – URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=46299958> (дата обращения: 12.01.2025).

110. Мамонтов, Д.Д. Теория человеческого капитала и ее значение в развитии современной экономики России / Д.Д. Мамонтов, Е.В. Мелякова // Вестник Евразийской науки. – 2024. – № s6. Том 16. – ISSN 2588-0101. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://esj.today/PDF/94FAVN624.pdf> (дата обращения: 14.04.2025).

111. Напольнов, А.В. Мировой и российский рынки IPO: анализ тенденций и перспектив развития / А.В. Напольнов, Б.Б. Рубцов // Стратегические решения и риск-менеджмент. – 2011. – № 5. – С. 60-69. – ISSN 2618-9984.

112. Никитин, Д.А. Механизм привлечения заемного капитала организации / Д.А. Никитин // Вопросы экономики и управления. – 2017. – № 2 (9). – С. 76-79. – ISSN 2412-3773.
113. Нюренбергер, Л.Б. Функционирование МСП сферы услуг в условиях санкционного давления: вызовы и перспективы развития / А.И. Далибожко, И.В. Krakovetskaya, Л.Б. Нюренбергер // Исследование проблем экономики и финансов. – 2023. – № 2. – С. 68-79. – ISSN 2782-6414.
114. Слепов, В.А. О теории экономических механизмов / В.А. Слепов, В.К. Бурлачков, К.В. Ордов // Финансы и кредит. – 2011. – 24 (456). – С. 2-8 – ISSN 2071-4688.
115. Слепцова, Е.В. Основные формы проявления макроэкономической нестабильности в современной России / Е.В. Слепцова, А.Ю. Томчак // Международный журнал гуманитарных и естественных наук. – 2019. – Выпуск 6-2. – С. 216-219. – ISSN 2500-1086.
116. Степанов, В.И. Теория экономических механизмов как основа методологии распределения добавленной стоимости / В.И. Степанов, О.Ю. Миргородская // Вестник Нижегородского университета им. Н.И. Лобачевского. Серия: Социальные науки. – 2016. – № 3 (43). – С. 57-63. – ISSN 1811-5942.
117. Сукиева, М.М. Частичное резервирование как одна из главных причин инфляции и необходимость разделение депозитно-кредитной и инвестиционной деятельности банков / М.М. Сукиева // Инновации и инвестиции. – 2017. – № 3. – С. 52-56. – ISSN 2304-9596.
118. Федотова, М.А. Оценка тенденций и перспектив развития экономики России в условиях санкционного давления / М.А. Федотова, Т.В. Погодина, С.В. Карпова // Финансы: теория и практика. – 2025. – № 1. Том 29. – С. 6-19. – ISSN 2587-5671. – Текст : электронный. – DOI 10.26794/2587-5671-2025-29-1-6-19. – URL: <https://financetp.fa.ru/jour/article/view/3445> (дата обращения: 14.09.2025).

119. Худокормов, А.Г. Новые исследования современной экономической мысли / А.Г. Худокормов, А.Ю. Ставнийчук, С.И. Колесник [и др.] // Научные исследования экономического факультета. Электронный журнал. – 2022. – Выпуск 2. Том 14. – С. 5-172. – ISSN 2078-3809. – Текст : электронный. – DOI 10.38050/2078-3809-2022-14-2-5-172. – URL: https://archive.econ.msu.ru/journal/issues/2022/2022.volume_14.issue2_2/Khudokormov_et_al/ (дата обращения: 11.06.2025).
120. Abassi, D.A. Potential Sources of Financing for Small and Medium Enterprises (SMEs) and Role of Government in Supporting SMEs / D.A. Abassi, W.A. Abbasi, Z. Wang // Journal of Small Business and Entrepreneurship Development. – 2017. – № 2. Volume 5. – P. 39-47. – ISSN 1758-7840.
121. Nickerson, B.J. The Underlying Underwriter: An Analysis of the Spotify Direct Listing / B.J. Nickerson // The University of Chicago Law Review. – 2019. – № 4. Volume 86. – P. 985-1025. – ISSN 0041-9494.
122. Bilson, C. Selecting Macroeconomic Variables as Explanatory Factors of Emerging Stock Market Returns / C. Bilson, T. Brailsford, V.J. Hooper // Department of Commerce, Australian National University, Canberra. – 1999. – P. 1-30. – ISSN отсутствует.
123. Carter, R.B. Underwriter Reputation, Initial Returns, and the Long-Run Performance of IPO Stocks / R.B. Carter, F.H. Dark, A.K Singh // The Journal of Finance. – 1998. – № 1. Volume 53. – P. 285-311. – ISSN 1540-6261.
124. Forbes, H. Guidelines for Successful Crowdfunding / H. Forbes, D. Shaefer // Procedia CIRP. – 2017. – Volume 60. – P. 398-403. – ISSN 2212-8271.
125. Gompers, P. The Venture Capital Revolution / P. Gompers, J. Lerner // The Journal of Economic Perspectives. – 2001. – № 2. Volume 15. – P. 145-168. – ISSN 0895-3309.

126. Klausner, M. A Sober Look at SPACs / M. Klausner, M. Ohlrogge, E. Ruan // Yale Journal on Regulation. – 2022. – Volume 39. Issue 1. – P. 228-303. – ISSN 2376-5925.

127. Langlet, F. The impact of macroeconomic variables on IPO volume in Europe / F. Langlet, F. Lilliehook // KTH Royal Institute of Technology. School of Industrial Engineering and Management, Stockholm. – 2017. – № 28. – P. 1-53. – ISSN отсутствует.

128. Martens, M. IPO Effects: Corporate Restructuring when a firm goes public / M. Martens // Journal of Public Affairs. – 2004. – Volume 4. Issue 2. – P. 155-169. – ISSN отсутствует.

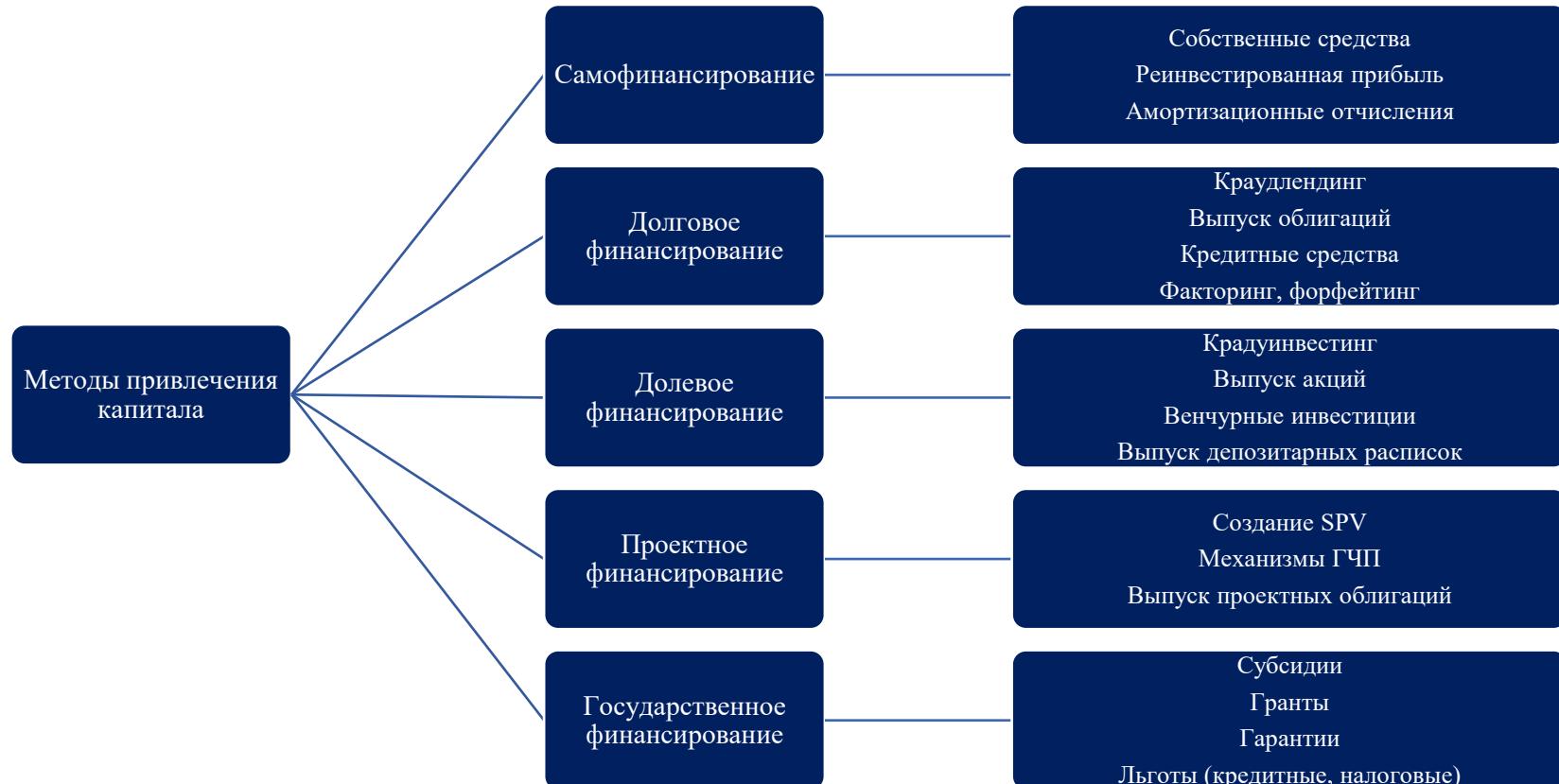
129. Palmer, M. Money Supply, Portfolio Adjustments and Stock Prices / M. Palmer // Financial Analyst Journal. – 1970. – № 4. Volume 26. – P. 19-22. – ISSN отсутствует.

130. Rees, W.P. The Arrival Rate of Initial Public Offerings in the UK / W.P. Rees // European Financial Management. – 1997. – Volume 3. Issue 1. – P. 45-62. – ISSN 1468-036X.

Приложение А

(информационное)

Авторская классификация методов привлечения капитала



Источник: составлено автором.

Рисунок А.1 – Авторская классификация методов привлечения капитала

Приложение Б

(информационное)

Авторская классификация факторов, оказывающих негативное влияние на структуру и стоимость капитала компаний в условиях текущей макроэкономической нестабильности

Таблица Б.1 – Авторская классификация факторов, оказывающих негативное влияние на структуру и стоимость капитала компаний в условиях текущей макроэкономической нестабильности

Группа	Факторы	Влияние на структуру и стоимость капитала компаний
1	2	3
Макроэкономические факторы	Высокая инфляция	смещение в сторону собственного капитала ввиду удорожания заемного финансирования; инвесторы могут требовать более высокой доходности для защиты от инфляционного риска; сокращение долгосрочных займов и переориентация на краткосрочное финансирование; увеличение роли самофинансирования для снижения зависимости от внешних источников
	Колебания валютных курсов	удорожание обслуживания долга при девальвации национальной валюты; увеличение валютной премии за риск влияет на стоимость собственного капитала; снижение доли заемных средств в иностранной валюте; смещение в сторону собственного капитала или краткосрочных займов на внутреннем рынке
	Волатильность фондового рынка	увеличение стоимости собственного капитала ввиду роста премии за риск; усложнение проведения эмиссии ценных бумаг ввиду непредсказуемости рыночной оценки; использование долговых инструментов, несмотря на возможное увеличение их стоимости, а также самофинансирования

Продолжение таблицы Б.1

1	2	3
Факторы монетарной политики	Ограничения на движение капитала	отсутствие возможности привлечения финансирования на зарубежных рынках, либо значительное увеличение его стоимости; снижение доли иностранного капитала в структуре; увеличение роли самофинансирования за счет реинвестирования прибыли; увеличение роли государственных программ поддержки
	Ограниченная емкость внутреннего рынка	увеличение стоимости собственного капитала ввиду роста премии за риск; использование государственных субсидированных займов и иных программ поддержки; отказ от эмиссии ценных бумаг ввиду невозможности получения необходимого объема финансирования; возросшая роль самофинансирования
Факторы санкционного давления	Санкции против физических и юридических лиц	снижение инвестиционной привлекательности компаний, что ведет к удорожанию как собственного, так и заемного капитала ввиду возросшей премии за риск; усиление зависимости от государственного финансирования ввиду сложности использования альтернативных инструментов привлечения капитала; ограничение доступа к международному рынку капитала даже у дружественных государств ввиду возможности введения вторичных санкций
	Переориентация на параллельный импорт	усложнение логистических цепочек, способов оплаты приводит к росту операционных расходов, снижению рентабельности; увеличение стоимости собственного капитала ввиду роста премии за риск; усиление роли государственного финансирования ввиду использования программ поддержки; увеличение объема оборотного капитала путем привлечения краткосрочных займов для реализации конкретных проектов
	Отключение российских банков от системы SWIFT	удорожание или отсутствие валютных заимствований российскими компаниями ввиду сложности осуществления международных транзакций; отсутствие возможности использовать размещение евробондов для привлечения капитала, что приводит к уменьшению долгосрочного валютного долга в структуре капитала; усиление роли государственных программ поддержки; смещение в пользу использования собственного капитала ввиду удорожания заемных средств

Приложение В

(информационное)

Результаты проведенного эконометрического анализа на рынках США, КНР, Индии, Саудовской Аравии, Объединенных Арабских Эмиратов и Российской Федерации, 2008-2014 гг.

Таблица В.1 – Результаты проведенного эконометрического анализа на рынках США, КНР, Индии, Саудовской Аравии, Объединенных Арабских Эмиратов и Российской Федерации, 2008-2014 гг.

Фактор	Показатель	США	КНР	Индия	Саудовская Аравия	ОАЭ	Российская Федерация
X1	Коэффициент	0,072516	-	-	-	-	-
	P-значение	0,0173	-	-	-	-	-
X2	Коэффициент	-	-	0,010994	0,0192333	0,00910167	-
	P-значение	-	-	0,0270	0,0716	0,0209	-
X3	Коэффициент	-	0,857953	-	-	-	0,065848
	P-значение	-	0,0056	-	-	-	0,3457
X4	Коэффициент	-	-	-	-	-	-
	P-значение	-	-	-	-	-	-
X5	Коэффициент	-	0,0310804	-	-	-	-0,00108013
	P-значение	-	0,0066	-	-	-	0,3230
X6	Коэффициент	-1,50214e+10	-1,21643e+10	-	-	1,05254e+8	-
	P-значение	0,0441	0,0026	-	-	0,0747	-

Источник: составлено автором с использованием эконометрического пакета Gretl.

Приложение Г

(информационное)

Результаты проведенного эконометрического анализа на рынках США, КНР, Индии, Саудовской Аравии, Объединенных Арабских Эмиратов и Российской Федерации, 2015-2022 гг.

Таблица Г.1 – Результаты проведенного эконометрического анализа на рынках США, КНР, Индии, Саудовской Аравии, Объединенных Арабских Эмиратов и Российской Федерации, 2015-2022 гг.

Фактор	Показатель	США	КНР	Индия	Саудовская Аравия	ОАЭ	Российская Федерация
X1	Коэффициент	-	-	-	0,0671631	-	-
	P-значение	-	-	-	0,0169	-	-
X2	Коэффициент	-	-	-	-	-	-
	P-значение	-	-	-	-	-	-
X3	Коэффициент	-	-	-	-	-	0,134434
	P-значение	-	-	-	-	-	0,1260
X4	Коэффициент	-	-	-	-	207047	0,0221040
	P-значение	-	-	-	-	0,0284	0,1676
X5	Коэффициент	0,0158996	0,0111499	0,00499731	0,00779046	0,0187872	1,87262e+8
	P-значение	0,0171	0,0004	0,0496	0,0103	0,0000	0,1216
X6	Коэффициент	-	-	-	-3,27525e+9	-	-
	P-значение	-	-	-	0,0061	-	-

Источник: составлено автором с использованием эконометрического пакета Gretl.

Приложение Д

(информационное)

Данные по первому дню и по первому месяцу торгов акциями компаний, осуществивших первичное публичное размещение на российском рынке, 2022-2024 гг.

Таблица Д.1 – Данные по первому дню и по первому месяцу торгов акциями компаний, осуществивших первичное публичное размещение на российском рынке, 2022-2024 гг.

Эмитент	Дата IPO	Цена размещения, в рублях	Первый день торгов, в рублях	Первый день торгов, в процентах	Первый месяц торгов, в процентах	Первый месяц торгов, в процентах
1	2	3	4	5	6	7
ПАО «ВУШ Холдинг»	14.12.2022	185,00	185,40	0,22	163,28	-11,74
ПАО ЦГРМ «Генетико»	25.04.2023	17,88	25,03	40,00	30,00	67,79
ПАО «СмартТехГрупп»	03.07.2023	3,16	3,32	5,00	2,96	-6,49
ПАО «Группа Астра»	13.10.2023	333,00	466,20	40,00	507,05	52,27
ПАО «Хэндерсон Фэшн Групп»	02.11.2023	675,00	670,00	-0,74	492,00	-27,11
ПАО «ЕвроТранс»	21.11.2023	250,00	223,00	-10,80	233,4	-6,64
ПАО «ЮГК»	22.11.2023	0,55	0,57	3,82	0,63	14,55
ПАО «Совкомбанк»	15.12.2023	11,50	12,51	8,74	13,81	20,04
ПАО «МГЛК»	28.12.2023	2,50	2,37	-5,20	2,46	-1,44

Продолжение таблицы Д.1

1	2	3	4	5	6	7
ПАО «Каршеринг Руссия»	07.02.2024	265,00	282,90	6,75	286,70	8,19
ПАО «Диасофт»	13.02.2024	4 500,00	6 300,00	40,00	6 014,00	33,64
ПАО «Алкогольная группа Кристалл»	22.02.2024	9,50	8,10	-14,74	8,42	-11,42
ПАО «ЛК «Европлан»	29.03.2024	875,00	950,00	8,57	1 050,00	20,00
ПАО «МФК «Займер»	12.04.2024	235,00	234,90	-0,04	231,15	-1,64
ПАО «МТС-Банк»	26.04.2024	2 500,00	2 624,00	4,96	2 505,00	0,20
ПАО «Элемент»	30.05.2024	0,2236	0,2151	-3,80	0,2014	-9,94
ПАО «ИВА»	04.06.2024	300,00	297,6	-0,80	283,70	-5,43
ПАО «ВИ.ру»	05.07.2024	200,00	199	-0,50	175,35	-12,33
ПАО «Промомед»	12.07.2024	400,00	407	1,75	402,10	0,53
ПАО «АПРИ»	30.07.2024	9,70	9,99	2,99	9,84	1,44
ПАО «Группа Аренадата»	01.10.2024	95,00	106,94	12,57	123,48	29,98
ПАО «Озон Фармацевтика»	17.10.2024	24,00	33	37,50	29,19	21,63
ПАО «Ламбумиз»	30.10.2024	425,00	426	0,24	427,9	0,68

Источник: составлено автором по материалам [38].

Приложение Е

(информационное)

Данные по текущей цене акций компаний, осуществивших первичное публичное размещение на российском рынке, и динамика индекса МОЕХ с даты IPO до текущей даты, 2022-2024 гг.

Таблица Е.1 – Данные по текущей цене акций компаний, осуществивших первичное публичное размещение на российском рынке, и динамика индекса МОЕХ с даты IPO до текущей даты, 2022-2024 гг.

Эмитент	Объем привлеченного капитала, в миллионах рублей	Цена размещения, в рублях	Цена на текущую дату, в рублях	Цена на текущую дату, в процентах	Динамика индекса МОЕХ с даты IPO до текущей даты, в процентах
1	2	3	4	5	6
ПАО «ВУШ Холдинг»	2 100,00	185,00	95,87	-48,18	18,81
ПАО ЦГРМ «Генетико»	178,80	17,88	23,58	31,88	-2,31
ПАО «СмартТехГрупп»	950,00	3,16	1,775	-43,83	-8,15
ПАО «Группа Астра»	3 500,00	333,00	301,15	-9,56	-19,61
ПАО «Хэндерсон Фэшн Групп»	3 000,00	675,00	520,60	-22,87	-20,02
ПАО «ЕвроТранс»	13 500,00	250,00	126,75	-49,30	-20,27
ПАО «ЮГК»	7 000,00	0,55	0,4718	-14,22	-20,57
ПАО «Совкомбанк»	11 500,00	11,50	12,685	10,30	-15,42
ПАО «МГЛК»	303,00	2,50	2,403	-3,88	-17,27

Продолжение таблицы Е.1

1	2	3	4	5	6
ПАО «Каршеринг Россия»	4 200,00	265,00	119,60	-54,87	-21,20
ПАО «Диасофт»	4 140,00	4 500,00	1 942,50	-56,83	-21,15
ПАО «Алкогольная группа Кристалл»	1 150,00	9,50	3,152	-66,82	-18,33
ПАО «ЛК «Европлан»	13 100,00	875,00	584,30	-33,22	-23,00
ПАО «МФК «Займер»	3 500,00	235,00	148,95	-36,62	-25,75
ПАО «МТС-Банк»	11 500,00	2 500,00	1 289,00	-48,44	-25,61
ПАО «Элемент»	15 000,00	0,2236	0,1101	-50,76	-21,82
ПАО «ИВА»	3 300,00	300,00	163,40	-45,53	-19,48
ПАО «ВИ.ру»	14 500,00	200,00	63,30	-68,35	-18,52
ПАО «Промомед»	6 000,00	400,00	383,90	-4,03	-13,69
ПАО «АПРИ»	900,00	9,70	12,194	25,71	-12,86
ПАО «Группа Аренадата»	2 700,00	95,00	94,08	-0,97	-8,81
ПАО «Озон Фармацевтика»	3 450,00	24,00	50,90	112,08	-7,14
ПАО «Ламбумиз»	802,00	425,00	447,00	5,18	-1,88

Источник: составлено автором по материалам [38].

Приложение Ж

(информационное)

Результаты расчета экономической добавленной стоимости по размещениям российских эмитентов

Таблица Ж.1 – Результаты расчета экономической добавленной стоимости по размещениям российских эмитентов

Название эмитента	Год IPO	Показатели в год проведения IPO			Показатели через год после проведения IPO		
		NOPAT, в миллионах рублей	WACC, в процентах	EVA, в миллионах рублей	NOPAT, в миллионах рублей	WACC, в процентах	EVA, в миллионах рублей
1	2	3	4	5	6	7	8
ПАО «ВУШ Холдинг»	2022 г.	2 176,53	19,76	309,46	2 647,79	11,89	825,27
ПАО «ЦГРМ «Генетико»	2023 г.	4,74	21,31	-135,68	26,68	19,82	-92,43
ПАО «Группа Астра»	2023 г.	3 753,26	20,72	3 737,79	5 656,98	22,59	5 633,70
ПАО «Хэндерсон Фэшн Групп»	2023 г.	1 954,93	11,38	268,99	2 297,56	12,22	333,17
ПАО «ЕвроТранс»	2023 г.	10 747,69	18,13	3 804,39	13 915,19	19,83	5 557,76

Продолжение таблицы Ж.1

1	2	3	4	5	6	7	8
ПАО «ЮГК»	2023 г.	20 210,00	7,97	12 896,75	21 657,00	10,87	14 287,02
ПАО «МГКЛ»	2023 г.	490,57	11,92	225,82	934,04	7,76	844,81

Источник: составлено автором по материалам [38].