

ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ БЮДЖЕТНОЕ ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ
УЧРЕЖДЕНИЕ ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ «САНКТ-ПЕТЕРБУРГСКИЙ
ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ»

На правах рукописи

МЕЙКСИН СЕМЕН МАКСИМОВИЧ

**ОБЕСПЕЧЕНИЕ СТРАТЕГИЧЕСКОЙ УСТОЙЧИВОСТИ
ПРОМЫШЛЕННЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ НА ОСНОВЕ СТРУКТУРНОГО
ФИНАНСИРОВАНИЯ**

Специальность 5.2.3. Региональная и отраслевая экономика
(Экономика промышленности)

ДИССЕРТАЦИЯ

на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель
д.э.н., профессор
Ткаченко Е. А.

Санкт-Петербург – 2026

СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ	4
1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ОБЕСПЕЧЕНИЯ СТРАТЕГИЧЕСКОЙ УСТОЙЧИВОСТИ ПРОМЫШЛЕННЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ С ИСПОЛЬЗОВАНИЕМ ИНСТРУМЕНТОВ СТРУКТУРНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ	11
1.1 Стратегическая устойчивость как необходимый компонент обеспечения долгосрочного развития промышленности: сравнительный анализ методов обеспечения	11
1.2. Организационные основы и регулирование структурного финансирования в контексте стратегических задач промышленных предприятий России	63
1.3 Роль региональных факторов в выборе моделей структурного финансирования для промышленных предприятий	91
2. АНАЛИЗ ПРАКТИКИ ПРИМЕНЕНИЯ СТРУКТУРНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ ДЛЯ РАЗВИТИЯ ПРОМЫШЛЕННЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ В РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ	105
2.1 Современное состояние рынка структурного финансирования как внешней среды функционирования промышленных предприятий	105
2.2 Анализ текущего состояния рынка структурного финансирования в России в контексте потребностей промышленных предприятий	127
2.3 Российская модель функционирования рынка структурного финансирования и ее влияние на доступность капитала для промышленных предприятий	140
3. ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ ПОВЫШЕНИЯ ЭФФЕКТИВНОСТИ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ СТРУКТУРНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ ДЛЯ ОБЕСПЕЧЕНИЯ УСТОЙЧИВОСТИ ПРОМЫШЛЕННЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ	153
3.1 Проблемы и барьеры использования структурного финансирования для обеспечения стратегической устойчивости промышленных предприятий	153

3.2 Развитие инструментов структурного финансирования и рынка ЦФА как фактор повышения доступности ресурсов различной срочности для промышленности	174
3.3 Методический подход к оценке эффективности применения структурного финансирования для обеспечения стратегической устойчивости промышленного предприятия	189
ЗАКЛЮЧЕНИЕ	208
СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ	217

ВВЕДЕНИЕ

Проблематика обеспечения стратегической устойчивости промышленных предприятий в условиях экономической турбулентности приобретает фундаментальное значение как для сохранения их конкурентоспособности, так и для достижения целей национального развития. Оптимизация процессов привлечения инвестиций имеет прямую корреляцию со снижением издержек и повышением маржинальности деятельности предприятий, что в конечном счете содействует укреплению технологического суверенитета страны. При этом промышленные предприятия России дифференцированы по степени доступа к различным механизмам поддержки, уровню протекционизма и параметрам законодательной защиты. Предприятия, относящиеся к стратегическим и/или входящие в государственные корпорации, а также крупные частные корпоративные структуры в случае возникновения проблем с организацией финансирования своих инвестиционных проектов, имеют более широкий арсенал инструментов для защиты своих инвестиционных интересов.

Современная санкционная конъюнктура выступила мощнейшим катализатором процессов трансформации рынка финансирования, истоки которых восходят к началу 2000-х годов. Ограничение доступа к западным рынкам капитала, на протяжении десятилетий служившими институциональной основой для структурирования финансирования крупнейших российских проектов, лишило отечественные предприятия традиционных источников долгосрочного и дешевого финансирования. При этом предприятия, относимые к региональной промышленности, в качестве единственного финансово института поддержки их инвестиционных программ имеют только региональные фонды развития промышленности, которые предоставляют средства для реализации инвестиционных проектов по пониженной процентной ставке, но по сути эти средства представляют собой залоговый кредит, выдаваемый на условиях субсидирования процентных ставок. То есть условия его получения требуют хорошей кредитной истории, отсутствия просроченной задолженности, в том

числе по налогам и сборам, прозрачной бухгалтерии и открытой структуры собственности.

Данные обстоятельства в сочетании с необходимостью форсированного импортозамещения и модернизации производственных мощностей формируют устойчивый запрос промышленности на новые, более сложные, но и более эффективные инструменты привлечения инвестиций. Ответом на этот запрос выступает структурное финансирование, позволяющее трансформировать низколиквидные активы предприятий в ликвидные финансовые инструменты и привлекать капитал под будущие денежные потоки, а не только под имеющееся обеспечение.

Исследование структурного финансирования проводится на трех уровнях. На микроуровне изучаются отношения между инвесторами и предприятиями. На макроуровне проблематика выходит на уровень развития промышленной политики государства. На мезоуровне рассматривается функционирование механизмов в рамках промышленной политики отдельного региона.

Анализ степени разработанности проблемы показывает, что при декомпозиции уровней можно отметить относительно хорошее развитие инвестиционных инструментов в рамках промышленной политики на макроуровне и микроуровне, но именно на мезоуровне образуются институциональные пробелы. Вне поля действия остаются средние по объему региональные проекты, инновационные инициативы и предприятия без классического залогового обеспечения. Структурное финансирование обладает инструментарием для преодоления этих проблем.

При этом степень научной разработанности проблемы характеризуется пробелами. Теоретические аспекты достаточно изучены в международном контексте, но наблюдается дефицит исследований, адаптирующих общие принципы к российской региональной специфике. Кроме того, отсутствуют гибкие модели выбора инструментов для различных типов промышленных проектов. Также, не раскрыт потенциал применения цифровых технологий в процессе организации структурного финансирования. Существующие

исследования носят фрагментарный характер, не рассматривая структурное финансирование как комплексную систему укрепления устойчивости региональной промышленности.

В соответствии с обозначенной актуальностью, целью данного исследования является разработка научно обоснованных подходов к преодолению барьеров и повышению стратегической устойчивости реализации региональных инвестиционных промышленных проектов с помощью структурного финансирования. Для достижения поставленной цели исследования, в рамках данной работы предстоит решение следующих задач:

- провести комплексный анализ экономической ситуации в промышленности и выявить ключевые барьеры укрепления стратегической устойчивости предприятий в контексте существующих инструментов промышленной политики;

- систематизировать и оценить теоретические основы и современные тенденции структурного финансирования промышленности, выявив специфические проблемы финансирования проектов промышленных предприятий в регионах;

- идентифицировать проблемы финансирования операционной и инвестиционной деятельности промышленных предприятий с позиций их стратегической устойчивости;

- разработать и обосновать методические подходы к выбору и адаптации инструментов структурного финансирования для укрепления стратегической устойчивости предприятий;

- предложить механизмы оптимизации структуры финансирования проектов и управления рисками региональных проектов на принципах структурного финансирования;

- разработать практические рекомендации по совершенствованию институциональной среды для стимулирования роста стратегической устойчивости предприятий на базе внедрения инструментов структурного финансирования.

Из-за высокой важности вопроса поиска оптимальных источников финансирования, выдвигается гипотеза о том, что развитие механизмов структурного финансирования имеет прямой эффект снижения стоимостных и временных издержек в рамках реализации региональных проектов промышленных предприятий, обеспечивая повышение стратегической устойчивости региональных промышленных предприятий и комплексов.

В рамках поставленных задач, объектом данного исследования станут проекты промышленных региональных предприятий вне состава государственных корпораций и не попадающие под федеральную поддержку.

Предметом исследования, исходя из заданных параметров, станут методы и механизмы обеспечения стратегической устойчивости предприятий с помощью структурного финансирования.

Теоретическую и методологическую основу исследования составляют фундаментальные труды классиков экономики промышленности, теории инвестиций в части теории капитальных вложений, научные статьи и монографии отечественных и зарубежных ученых по проблематике структурного финансирования и стратегического управления. В работе использованы труды таких российских авторов, как Анненская Н.Е., Аванесова Р.Р., Балюк И.А., Бараненко С.П., Бреусова А.Г., Демина О.В., Дудин М.Н., Карлик А.Е., Клейнер Г.Б., Ковалев В.В., Косорукова И.В., Князева Е.Г., Лосева О.В., Максимцев И.А., Малянов Д.В., Мажара Е.Н., Рождественская Т.Э., Спильниченко В.К., Самков К.Н., Тазихина Т.В., Ткаченко Е.А., Тамбовцев В.Л., Шеремет А.Д., Яшин Н.С. и других. Также проанализированы материалы конференций Российского союза промышленников и предпринимателей (РСПП), отчеты российских и международных кредитных институтов, Банка России, Министерства финансов и Министерства экономического развития РФ. Значительное внимание уделено критическому переосмыслению применимости западных стандартов структурного финансирования (LMA, LSTA) в условиях российской региональной специфики, а также трудам зарубежных исследователей: Sumei Luo, D. Tapscott, A. Tapscott, Rui

Zhou, Guangyou Zhou, Yener Altunbas, Walter Kolkma, Zhuo Chen, M. Hepfer, T.B. Lawrence; A.D. Meyer, G.G. Bell, A. Sweetman; D. Gligor и других.

Методологическая база базируется на сочетании общенаучных методов и специальных экономико-математических методов: анализ, синтез, системный подход, имитационное моделирование, метод экспертных оценок, case-study.

Информационно-эмпирическую базу составили данные Федеральной службы государственной статистики, Министерства финансов Российской Федерации, Министерства экономического развития Российской Федерации, отчеты Центрального банка Российской Федерации, программы национального развития, материалы реальных проектов, результаты авторских исследований.

Обоснованность и достоверность обеспечивается опорой на фундаментальные положения экономической теории, использование репрезентативной информационной базы, корректным применением методов исследования, а также апробацией результатов на конференциях и в рецензируемых изданиях.

Исследование соответствует Паспорту специальности 5.2.3. Региональная и отраслевая экономика (экономика промышленности): 2.2. Вопросы оценки и повышения эффективности хозяйственной деятельности на предприятиях и в отраслях промышленности, 2.11. Формирование механизмов устойчивого развития экономики промышленных отраслей, комплексов, предприятий.

В свою очередь научная новизна данного исследования заключается в научно-методическом обосновании подходов к обеспечению стратегической устойчивости региональных промышленных проектов на основе использования методов структурного финансирования, том числе

- развиты теоретические положения экономики промышленности в части повышения стратегической устойчивости промышленных предприятий и комплексов на основе повышения эффективности реализации проектов, направленных на расширение и модернизацию промышленного производства и обеспечение технологического суверенитета путем диверсификации источников

привлечения капитала и оптимизации структуры инвестируемого капитала промышленных предприятий,

- Разработаны методические рекомендации по интеграции инструментов блокчейна в процессы реализации региональных промышленных проектов с позиции привлечения капитала и повышения прозрачности реализации промышленных проектов.

- Разработана модель бальной оценки региональных промышленных проектов с учетом мультипликативных социально-экономических эффектов для территории, для включения в программы государственной поддержки;

- На основании расчетной модели обоснована оптимальная структура капитала и эффективность применения механизмов структурного финансирования при реализации региональных промышленных проектов.

С позиции теоретической значимости, достигнутые результаты углубляют понимания механизмов укрепления стратегической устойчивости предприятий, финансирования развития региональной промышленности, не попадающей под программы поддержки федерального уровня, в современных условиях, адаптируют и конкретизируют принципы структурного финансирования применительно к специфике регионального уровня и условиям переходной экономики РФ, обобщают разрозненные теоретические и практические аспекты структурного финансирования в контексте развития региональной промышленности, а также создают теоретический фундамент для дальнейших исследований в области инструментов финансирования региональных промышленных проектов.

Практическая значимость состоит в том, что разработанные положения могут быть использованы промышленными предприятиями при разработке стратегий финансирования, региональными органами власти при корректировке программ развития, институтами развития при совершенствовании механизмов отбора проектов, финансовыми институтами при оценке рисков, а законодательными органами при подготовке предложений по совершенствованию нормативной базы.

Основные положения представлены на 5 конференциях, опубликовано 3 научные работы в рецензируемых изданиях, рекомендованных ВАК, общим объемом 2,68 п.л., в том числе авторских 1,34 п.л..

Данное исследование состоит из 239 страниц, разделенных на введение, три главы, заключение и список использованных источников. Первая глава описывает теоретические аспекты исследования и состоит из трех параграфов: первый описывает положение российской промышленности с точки зрения стратегической устойчивости, основные аспекты теории стратегической устойчивости, а также рассматривает сравнительные характеристики структурного финансирования как инструмента повышения стратегической устойчивости предприятий, второй рассказывает о организационных основах и регулировании структурного финансирования в контексте стратегических задач промышленности, а третий демонстрирует основные региональные факторы финансирования промышленных предприятий. Вторая глава состоит из трех параграфов: первый описывает актуальное состояние рынка структурного финансирования промышленности, второй демонстрирует общее состояние рынка структурного финансирования в РФ, а третий описывает отечественную модель функционирования рынка структурного финансирования предприятий. Третья глава состоит из трех параграфов: первый описывает барьеры построения стратегической устойчивости с помощью структурного финансирования, второй демонстрирует перспективные направления развития инструментов структурного финансирования и ЦФА, в то время как третий проводит оценку эффективности применения методов структурного финансирования для повышения стратегической устойчивости промышленных предприятий. Кроме того, исследование содержит 15 таблиц и 19 рисунков.

1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ОБЕСПЕЧЕНИЯ СТРАТЕГИЧЕСКОЙ УСТОЙЧИВОСТИ ПРОМЫШЛЕННЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ С ИСПОЛЬЗОВАНИЕМ ИНСТРУМЕНТОВ СТРУКТУРНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ

1.1 Стратегическая устойчивость как необходимый компонент обеспечения долгосрочного развития промышленности: сравнительный анализ методов обеспечения

Категория устойчивости имеет давнюю междисциплинарную историю, восходящую к инженерным и экологическим концепциям, где под ней понималась способность системы возвращаться к исходному состоянию после возмущения. Перенос этого понятия в экономическую науку ознаменовал переход от статичного представления о равновесии к анализу динамических способностей фирм и национальных хозяйств противостоять шокам. Первоначально в менеджменте доминировал взгляд на устойчивость как на «поглощение удара» и «восстановление». Однако накопление эмпирических данных, особенно в периоды экономических турбулентностей конца 20 и начала 21 века, потребовало пересмотра данного конструкта.

Интерес к стратегической устойчивости организаций и целых экономик резко возрос после череды потрясений - финансового кризиса 2008 года, пандемии COVID-19, санкционного давления.

Как отмечает Г.Б.Клейнер, только за последние 25 лет Россия пережила четыре масштабных кризиса, причём каждый из них имел собственную природу: трансформационный, долговой, мировой финансовый и экономико-политический. Кроме того, автор на то время не рассматривал актуальный геополитический кризис, связанный с санкционным давлением и дестабилизацией экономики [47].

И если раньше устойчивость понимали как способность системы возвращаться к равновесию, то теперь акцент сместился - устойчивость стали рассматривать как динамическое свойство адаптироваться, учиться на ошибках и даже становиться сильнее после кризиса. В зарубежной литературе этот сдвиг связывают с работами Холлинга по экологической устойчивости и последующей

адаптацией идей устойчивости в менеджменте. Однако между российскими и западными подходами сохраняются заметные различия в методологии, акцентах и терминологии [130].

Российская традиция, представленная работами Г.Б. Клейнера, делает ставку на системную экономическую теорию. Клейнер предлагает рассматривать экономику как последовательность кризисного, посткризисного, межкризисного и предкризисного периодов. Это не просто циклы - он увязывает смену фаз со сменой ролевых функций четырёх ключевых макроподсистем: экономической науки, экономической политики, сферы управления и хозяйственной практики [47].

В кризис лидирует управление, на посткризисе - хозяйственная практика, в межкризисный период - наука, на предкризисе - политика. Каждая подсистема проживает собственный жизненный цикл: зрелость, обновление, становление, развитие.

Синхронизация этих циклов, по Клейнеру, и есть условие системной устойчивости. Причём он вводит понятие полиморфизма - одна и та же система в разных ситуациях проявляет черты объектной, процессной, проектной или средовой. Это важная теоретическая находка, позволяющая уйти от плоского взгляда на организацию как на что-то застывшее. Параллельно Клейнер выделяет четыре сектора экономики: объектный, проектный, процессный, средовой, каждый из которых вносит свой вклад в разнообразие и стабильность. Несбалансированность этих секторов ведёт к кризисам: так, кризис 1998 года он связывает с ослаблением процессного финансового сектора, а кризис 2008 года с гипертрофией проектного сектора на фоне ослабления средового [47].

В свою очередь М. Дудин рассматривает устойчивость через призму экономического и финансового суверенитета. В его работах акцент сделан на внешних угрозах: санкциях, кибератаках, зависимости от импортной техники и технологий в АПК. Для Дудина устойчивость это способность государства защищать свои финансовые институты, поддерживать банковскую систему под санкциями и развивать импортозамещение в критических отраслях. Здесь

прослеживается явная связь с макроэкономической стабильностью и национальной безопасностью [41].

В отличие от Клейнера, Дудин больше говорит о ресурсах и инфраструктуре, а не о структурных циклах. Он предлагает конкретные меры, а именно передачу части средств Фонда национального благосостояния Банку России для поддержки системообразующих банков, развитие платёжной системы "Мир", финансовую коллаборацию с Китаем. Это сугубо прикладной, даже технократический подход, который, однако, не отменяет необходимости более общей теории [40].

На уровне предприятия стратегическую устойчивость разрабатывали С.П. Бараненко, В.В. Шеметов, Н.С. Яшин и Е.С. Григорян. Бараненко и Шеметов определяют устойчивость как способность достигать стратегических целей в условиях ускоряющегося научно-технического прогресса и нарастания экологических проблем [24]. Они подчёркивают, что потеря устойчивости почти всегда проявляется как утрата финансовой устойчивости, но корни могут быть в стратегических ошибках, затем в тактических просчётах, потом в кризисе рентабельности и лишь затем в кризисе платежеспособности. Это важная последовательность, так как менеджеры часто пытаются исправить рентабельность за счёт ликвидности, что ведёт к быстрому краху [24].

Яшин и Григорян, в свою очередь, предлагают иерархическую модель стратегической устойчивости, включающую рыночную устойчивость, корпоративную и оперативную [120].

По их мнению, слаженность всех этих подсистем и есть стратегическая устойчивость. В этом их подход перекликается с Клейнером, но на микроуровне. А.В. Балабанова и К.Д. Бусыгин добавляют к этому понятие организационных компетенций как способности обновлять бизнес-модель [21].

Отдельного внимания заслуживают эмпирические исследования Н.В. Лобана, который на выборке из 120 российских компаний показал, что сама по себе организационная инновация не является спасением. Гораздо важнее частота их внедрения. Корреляция между фактом внедрения инноваций и стратегической

устойчивостью составила всего 0,2, а вот между частотой внедрения и устойчивостью - 0,78. То есть устойчивы те компании, которые непрерывно, а не от случая к случаю пересматривают методы управления, организационную структуру, бизнес-процессы [59].

Лобан также выделяет более двадцати организационных компетенций, необходимых для устойчивости, группируя их по отношению к внешней и внутренней среде, а также по уровням. Это уже попытка операционализировать теорию для практического аудита [58].

Переходя к зарубежным подходам, нельзя не отметить работу Мануэля Хефера и Томаса Лоуренса. Они провели интегративный обзор и предложили различать три формы организационной устойчивости: функциональную, операционную и стратегическую. Они также разработали циклическую модель, где устойчивость это рекурсивный процесс применения, трансформации и обучения. Причём подчёркивается, что эти формы не масштабируются друг в друга: организация может обладать высокой функциональной устойчивостью, но быть стратегически хрупкой. Этот нюанс часто упускают в российских исследованиях, где устойчивость чаще всего рассматривают как нечто общее и неделимое [129].

Другая значимая зарубежная работа есть у Белла и Свитмен. Они строят номологическую сеть устойчивости и смежных конструктов, таких как ловкость, гибкость, стабильность, хрупкость и ригидность. Авторы чётко разделяют устойчивость как способность «отскочить» после удара, ловкость как механизм проактивного приспособления к изменениям, гибкость как «согнуться, но не сломаться», стабильность как психологическую уверенность членов организации, а хрупкость в качестве неспособности выдерживать стрессы [120].

Причём они показывают, что хрупкость и ригидность изучены крайне слабо - всего несколько публикаций. Белл и Свитмен также вводят идею, что ни одна организация не может быть полностью устойчивой, так как всегда остаётся скрытая хрупкость, которая проявляется при определённых условиях, как

например башни-близнецы 11 сентября. Это отрезвляющий вывод для тех, кто ищет абсолютную стабильность [120].

Что касается динамических способностей, то здесь выделяется работа Йоуссена с соавторами. Они провели систематический обзор 71 статьи и синтезировали шесть динамических способностей, способствующих устойчивости: engage (вступать в партнёрства, выстраивать альянсы), anticipate (предвидеть, сканировать среду), cope (справляться на операционном уровне, амбидекстрия), transform (преобразовывать ресурсы и бизнес-модели), sustain (поддерживать работоспособность после шока) и grow (расти даже в условиях турбулентности, использовать кризис для первого хода) [132].

Все эти способности опосредованы внешним и внутренним социальным капиталом. Это уже не просто перечисление качеств, а попытка выстроить процессную модель: сначала чувствование и antecedents, затем одновременное копирование и трансформация, потом устойчивое восстановление и рост.

Тим Колберг в своём обзоре показал, что тематика стратегической устойчивости резко активизировалась в 2020-2021 годах в ответ на COVID-19. Большинство публикаций сосредоточено в журналах с экологической и социальной направленностью, а не в чисто стратегических. Он приходит к выводу, что ключевая идея это амбидекстрия, которая означает что организация должна одновременно эксплуатировать операционную устойчивость и исследовать стратегическую, то есть готовиться к будущим потрясениям, а не только восстанавливаться после прошлых. Колберг выделяет несколько родственных концептов, таких как управление непрерывностью бизнеса, «майндфулнесс» или осознанное управление отношениями, стратегическую импровизацию, и призывает к будущим исследованиям того, как эти конструкты соотносятся со стратегической устойчивостью [124].

В контексте нашего исследования представляет также интерес работа Нойкам, Мюллер и Бургер-Хельмхен, которые предлагают понятие «requisite resilience» или требуемая устойчивость, основанная на законе Эшби, который гласит, что только разнообразие может поглотить разнообразие [137]. Они

отталкиваются от теории сложных адаптивных систем и сопоставляют различные теории фирмы. Их вывод говорит о том, что ни одна теория не даёт полного объяснения, нужна интеграция. При этом они выделяют пять стадий устойчивости: чувство, изъятие на уровне отдельного агента, действие на уровне системы, и затем возвращение к нормальности. Это процессуально-ориентированный взгляд, близкий к тому, что делал Клейнер, но с опорой на западный инструментарий.

Сравнение российской и зарубежной традиций в исследовании устойчивости показало, что . Российская школа более макроэкономична и циклическа, она тяготеет к описанию долгосрочных структурных закономерностей, часто на уровне национальной экономики или отрасли. Зарубежная школа преимущественно микроориентирована на фирму, её способности, ресурсы, когнитивные процессы.

Однако есть и пересечения. Клейнер тоже пишет о проектных и объектных системах, что сопоставимо с функциональной устойчивостью у Хефера и Лоуренса [129]. Дудин вплотную подходит к вопросам финансовой устойчивости и суверенитета, чего на Западе в таком геополитическом ключе почти не встречается. Западная наука активнее использует количественные методы, систематические обзоры и мета-анализы. Российские исследования чаще теоретические или построены на единичных кейсах [40].

Далее необходимо рассмотреть само понятие кризиса. По Клейнеру, кризис это не аномалия, а нормальная фаза цикла. Более того, он вводит термин «кризисный цикл», который бесконечно повторяется [48]. Белл и Свитмен добавляют, что кризис это промежуточное состояние, когда наиболее мощные противостоящие силы уравниваются друг друга, и экономика становится особенно чувствительной к внешним воздействиям [122]. Отсюда следует, что краткосрочные нарушения устойчивости неотъемлемая часть развития. Менеджмент по их мнению не должен стремиться к бескризисному существованию, а должен учиться регулировать длительность фаз, перераспределять ресурсы между секторами и подсистемами. Например, в

кризисную фазу выводить на лидерство проектный сектор, а в посткризисную — объектный [122].

Что касается методологических подходов к управлению устойчивостью, их можно сгруппировать в несколько типов. Ресурсный подход в лице Бараненко, Шеметова и отчасти Дудина делает ставку на накопление материальных, финансовых и человеческих резервов, а также на защиту критических ресурсов от внешних угроз. Процессный подход в свою очередь в лице Йоуссена, Хефера и Лоуренса сосредоточен на динамических способностях - алгоритмах сенсинга, сизинга и реконфигурации. Системный подход Клейнера и Нойкама рассматривает организацию как совокупность взаимодействующих подсистем наука-политика-управление-практика или объекты-среды-процессы-проекты, и требует сбалансированности между ними.

Эволюционный подход Колберга исходит из того, что среда сама отбирает устойчивые формы, а менеджмент может лишь подстраиваться. Адаптивный подход делает упор на когнитивную гибкость руководителей, децентрализацию решений и обучение в реальном времени. На практике управление устойчивостью комбинирует эти методы: например, в кризисной фазе по Клейнеру доминирует проектный менеджмент с жёстким контролем, а в межкризисной - сценарное планирование и форсайт [124].

Финансовая устойчивость в этой системе играет особую роль. Практически все авторы сходятся на том, что потеря финансовой устойчивости является последней стадией кризиса, но она же и самый яркий индикатор. Бараненко прямо пишет о том, что конечной формой неустойчивости всегда выступает утрата финансовой устойчивости [25].

Однако стратегическая устойчивость не сводится к финансовой. Даже имея крепкий баланс, организация может проиграть стратегически - например, не заметить смену технологического уклада.

Клейнер в своём анализе кризисов 1990, 1998, 2008 и 2014 годов показывает, что финансовые проблемы были следствием более глубинных диспропорций секторов. Дудин, исследуя санкции, показывает, как блокировки

SWIFT и заморозка активов подрывают финансовую основу, но ответная стратегия должна включать не только финансовые инструменты, но и институциональные и технологические. То есть финансовая устойчивость является не целью, а условием [40].

В итоге становится возможным выявить какие лакуны остаются в теории стратегической устойчивости. Для начала нужно отметить, что в общем существует крайне мало исследований по фрагильности. Мы знаем, что делает организацию устойчивой, но почти не знаем, что делает её хрупкой, и не факт, что это просто отсутствие устойчивости. Кроме этого, недостаточно внимания уделяется межуровневому взаимодействию, а именно как устойчивость индивидов переходит в устойчивость команд, а затем в устойчивость организаций и отраслей. Также, в российской науке почти нет эмпирических исследований, подобных работе Лобана, а зарубежные исследования часто ограничиваются опросами и ретроспективными кейсами, не охватывая длительные временные ряды. Также нужно отметить, что цифровая трансформация и искусственный интеллект пока слабо вписаны в теорию устойчивости, хотя отдельные работы появляются, например, о дашбордах устойчивости в логистике. И также, остаётся нерешённым вопрос о том, как измерять стратегическую устойчивость, не дожидаясь кризиса. Попытки построить индексы, как например у Ифтихара [131] и др., пока не стали стандартом. Дальнейшие исследования должны быть направлены на операционализацию конструкторов, кросс-культурные сравнения и разработку методов проактивного управления устойчивостью, для того что бы организация могла не просто «отскакивать», а предвосхищать удары и выходить из них обновлённой.

Анализ финансового положения предприятий реального сектора выявляет ряд тревожных тенденций, которые с учётом текущей структуры источников финансирования могут создавать риски для их долгосрочной стратегической устойчивости. Данные Росстата за 2024-2025 годы указывают на снижение прибыльности, рост долговой нагрузки и расширение круга убыточных компаний [145].

Санкт-Петербург, будучи одним из ключевых экономических центров, наглядно иллюстрирует эти процессы. Петростат регулярно публикует оперативные данные о финансовом состоянии организаций города, позволяющие отследить динамику. Результаты за 2025 год демонстрируют ухудшение ситуации: сальдированный финансовый результат организаций Петербурга за январь-май 2025 года сократился на 15,5% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Эта локальная картина полностью соответствует общероссийской - по итогам января-сентября 2025 года накопленный сальдированный финансовый результат всех организаций РФ (без учёта малого бизнеса, банков и госструктур) упал на 7,7% в годовом выражении, до 19,2 трлн рублей. К концу года снижение ускорилось, достигнув 9,9% за январь-октябрь [144].

За этим стоит не только сокращение прибыли, но и опережающий рост убытков. К июлю 2025 года доля убыточных организаций в России достигла 30,4%, что стало рекордом со времён пандемийного 2020 года - тогда было 35%. В наиболее проблемных секторах, таких как угольная промышленность, ЖКХ и переработка отходов, ситуация оказалась особенно острой.

Схожие тенденции наблюдаются и в регионах. Например, в Свердловской области за 9 месяцев 2025 года сальдированный финансовый результат сократился на 20,3%, а в Челябинской области доля убыточных организаций выросла до 30,4%. Даже в относительно благополучной Тюменской области, где сальдированная прибыль за полугодие выросла на 8%, убытки убыточных предприятий увеличились в полтора раза. Рентабельность как ключевой индикатор эффективности тоже демонстрирует негативную динамику. По данным анализа пятидесяти крупнейших публичных нефинансовых компаний России, средняя рентабельность по FFO до выплаты процентов и налогов снизилась с 26% в 2023 году до 23% в первой половине 2025-го, а маржа чистой прибыли упала с 10% до 8,4%. При этом, согласно агрегированным данным аудиторских проверок 2,1 млн фирм, средняя рентабельность активов ROA по всем отраслям РФ осталась относительно стабильной: 6,6% в 2025 году против

6,8% в 2023-м. Это расхождение объясняется тем, что крупнейшие компании, сильно зависящие от экспорта и стоимости долгового финансирования, пострадали сильнее, тогда как многие средние и малые предприятия демонстрируют большую устойчивость [145].

На этом фоне вопрос о том, как и за счёт каких источников предприятия финансируют свою деятельность, становится критически важным для оценки их долгосрочной устойчивости. Выбор структуры капитала напрямую влияет на способность компании переживать экономические шоки. В теории это описывается через несколько ключевых классификаций, каждая из которых высвечивает разные грани взаимосвязи «финансирование - устойчивость». Первая, наиболее фундаментальная классификация делит все финансовые ресурсы по трём критериям: происхождение, право собственности и срочность.

По происхождению выделяют внутренние источники, нераспределённая прибыль, амортизация, и внешние, такие как кредиты, облигации, эмиссия акций. Устойчивый бизнес, как правило, опирается на внутренние источники, которые являются более надёжными и не создают дополнительных обязательств. По праву собственности различают собственные и заёмные средства. Это деление имеет первостепенное значение, поскольку определяет уровень финансового риска. По срочности выделяют краткосрочные источники для покрытия кассовых разрывов и долгосрочные для финансирования капитальных вложений и стратегических проектов. Стратегическая устойчивость предполагает финансирование долгосрочных активов долгосрочными пассивами.

В контексте устойчивого развития эта классификация дополняется второй, более специализированной, которая фокусируется на целевых финансовых инструментах. Согласно работе Д.Р. Миргасимова, такие инструменты можно разделить на группы по рынкам их обращения. Первая это инструменты проектного или корпоративного финансирования, «зелёные» и «адаптационные» кредиты, связанные с достижением конкретных КРІ в области устойчивого развития [79].

Вторая это инструменты фондового рынка, а именно «зелёные», «социальные» и «устойчивые» облигации, а также ESG-ориентированные акции. К ним относятся также инструменты рынка ссудного капитала и страхования: специализированные кредитные линии и страховые продукты, стимулирующие снижение экологических и социальных рисков. Однако реальность российского бизнеса вносит свои коррективы. Как показали исследования, в сложившихся условиях компании часто вынуждены отступать от «оптимальных» стратегий, больше полагаясь на собственные средства и краткосрочные заимствования для покрытия кассовых разрывов [109].

Это обусловлено тем, что в экономической науке не существует единого механизма определения оптимальной структуры капитала, а на выбор источников финансирования влияют такие труднопрогнозируемые факторы, как государственная экономическая политика и финансовое поведение собственников.

И здесь кроется главный вызов для стратегической устойчивости. Данные показывают, что российский бизнес становится всё более закредитованным. Доля заёмных средств в структуре капитала крупных и средних предприятий в 2024 году выросла до 52%, что является максимумом за четыре года [145].

Причём в строительстве, которое традиционно считается локомотивом экономики, этот показатель достиг 77%. Рост долговой нагрузки на фоне высокой ключевой ставки приводит к тому, что процентные платежи становятся существенным фактором, ухудшающим финансовые показатели. У крупнейших компаний отношение уплаченных процентов к выручке поднялось с 3,5% в 2023 году до 7,5% в первой половине 2025-го. Таким образом, компании попадают в «долговую ловушку»: для поддержания операционной деятельности и финансирования развития они вынуждены наращивать долг, обслуживание которого становится всё дороже, а это напрямую снижает их финансовую устойчивость [145].

Как отмечает Д.Р. Миргасимов в своей работе по классификации инструментов финансирования бизнеса, выбор инструментов всё больше

смещается от долгосрочных стратегических целей в пользу краткосрочного «латания дыр», что подрывает саму основу стратегической устойчивости [79].

В итоге можно сказать, что проведённый анализ показывает, что финансовая устойчивость предприятий реального сектора находится под давлением двух разнонаправленных сил. С одной стороны, высокая инфляция и дорогие деньги стимулируют компании к более эффективному использованию внутренних ресурсов и поиску оптимального соотношения собственных и заёмных средств, что в долгосрочной перспективе может укрепить их устойчивость. С другой стороны, текущая экономическая конъюнктура и ограниченность доступа к долгосрочным и дешёвым финансовым инструментам вынуждают бизнес наращивать краткосрочный долг, что делает его уязвимым перед любыми шоками и ставит под вопрос его стратегическое выживание.

Для систематизации результатов проведенного анализа нами была разработана таксономия видов устойчивости (табл. 1.)

Таблица 1 Таксономия видов устойчивости в российской и зарубежной литературе

Вид устойчивости	Определение	Основные авторы
Системная устойчивость	Способность национальной экономики сохранять предсказуемость и регулируемость фаз кризисного цикла за счёт синхронизации ролевых функций подсистем и их жизненных циклов	Г.Б. Клейнер
Стратегическая устойчивость предприятия (русский подход)	Слаженность всех подсистем предприятия, обеспечивающая конкурентные преимущества и прибыльность	Н.С. Яшин, Е.С. Григорян; С.П. Бараненко, В.В. Шеметов; А.В. Балабанова
Функциональная	Способность	М. Herfer, Т.В. Lawrence

устойчивость	конкретной организационной подсистемы продолжать работу при сбоях, затрагивающих только эту функцию	
Операционная устойчивость	Способность организации как целого продолжать операционную деятельность при серьёзных нарушениях отдельных звеньев	М. Herfer, Т.В. Lawrence;
Стратегическая устойчивость (зарубежный подход)	Способность организации отвечать на угрозы долгосрочным целям и бизнес-модели, превращать угрозы в возможности	Т. Colberg; G. Hamel, L. Välikangas
Финансовая устойчивость	Способность предприятия сохранять ликвидность, платёжеспособность и структуру активов в ходе текущей деятельности и развития	С.П. Бараненко; М.Н. Дудин
Финансовый суверенитет	Способность предприятия проводить самостоятельную финансово-кредитную политику, устойчивую к внешним шокам и санкциям, с опорой на собственную инфраструктуру	М.Н. Дудин, С.В. Шкодинский, М.О. Иванов; Э.С. Набиуллина, А.Г. Силуанов
Рыночная устойчивость	Способность предприятия создавать, развивать и сохранять конкурентные	Н.С. Рычихина; А.В. Кучерявый, В.А. Козлов

	преимущества на сегментированном рынке, поддерживая ликвидность и рентабельность	
Требуемая устойчивость	Способность системы выравнять внутреннее разнообразие ответов с разнообразием внешних вызовов, сохраняя базовые функции в кризис	M. Neukam, E. Muller, T. Burger-Helmchen
Антихрупкость	Способность системы не просто выдерживать кризисы, но становиться лучше, сильнее, инновационнее - за счёт избыточных резервов, децентрализации и стратегии «штанги»	Н.Н. Талеб (в цитировании Лобана)
Ловкость	Проактивная способность быстро перенаправить ресурсы и рутины в ответ на изменения, поддерживая конкурентоспособность	G.G. Bell, A. Sweetman; D. Gligor
Хрупкость	Состояние накопления микротрещин от стрессов, при котором система в какой-то момент теряет структурную жизнеспособность и рушится	G.G. Bell, A. Sweetman
Ригидность	Неспособность изменить информационную обработку и контроль в ответ на угрозу, сужение внимания,	B.M. Staw, L.E. Sandelands, J.E. Dutton; D. Brozovic

	централизация, опора на устаревшие рутинны	
--	--	--

Современный этап развития российской промышленности протекает в условиях беспрецедентных геополитических и макроэкономических вызовов, которые формируют новую реальность для функционирования предприятий реального сектора экономики. Как отмечают И.А. Максимцев, А.Е. Карлик и Е.А. Ткаченко, мировая политическая и хозяйственная система переживает самую масштабную трансформацию за последние 80 лет, причем российская экономика демонстрирует уверенный рост на фоне беспрецедентных санкций и внешнеторговых ограничений [64].

Источниками этого роста, по мнению авторов, являются процессы структурной трансформации экономики, адаптация к новым экономическим условиям, активизация промышленного производства благодаря политике импортозамещения и росту государственного оборонного заказа. При этом сложившиеся после ухода зарубежных производителей условия на внутреннем российском рынке по степени положительного влияния на результаты деятельности промышленных предприятий оказали более благоприятное воздействие на инновационное развитие промышленности, чем длительно реализуемая в условиях открытых рынков промышленная политика Российской Федерации [64].

Вместе с тем, исследователи указывают на наличие внутренних рисков для российской экономики, способных негативно повлиять на реализацию возможностей дальнейшего развития российской промышленности. В первую очередь это заключается в исчерпании имеющихся производственных мощностей, что проявляется в опережении роста внутреннего спроса возможностей на стороне предложения. Одновременно негативное влияние на возможности роста промышленного производства оказывает дефицит рабочей силы практически во всех отраслях обрабатывающей промышленности, причем обе эти проблемы носят системный характер и могут быть решены только в рамках разработки и реализации государственной экономической стратегии [64]. Н.В. Вейг, А.П.

Дроздова и А.Е. Карлик подчеркивают, что структурная перестройка российской промышленности, происходящая в настоящее время, непосредственно зависит от темпов адаптации предприятий к резко изменившимся условиям и определяется характером проблем и ресурсных ограничений, не всегда непосредственно связанных с санкционными ограничениями [35]. Таким образом, важнейшим фактором успеха становится скорость осуществления изменений и способность предприятий к оперативной трансформации бизнес-моделей.

Можно отметить, что рассмотрение динамики финансовой устойчивости российской промышленности в период с 2019 по 2025 год неизбежно приводит к выводу о формировании двух разнонаправленных, но сходящихся в одной точке трендов. С одной стороны, ключевые показатели рентабельности и ликвидности демонстрируют постепенное улучшение. Так, рентабельность продаж в целом по России выросла с 3,6% в 2019 году до 5,0% в 2024-2025 годах, а коэффициент текущей ликвидности за тот же период поднялся с 1,46 до 1,85, приблизившись к нормативному значению 2,0. Однако за этой внешней картиной адаптации скрываются гораздо более тревожные сигналы. Рентабельность собственного капитала, этот интегральный показатель эффективности к 2025 году снизилась до 27,4% по сравнению с 32,1% в 2019, а ключевой индикатор долговой нагрузки - коэффициент покрытия процентов - упал с пиковых 7,19 в 2021 году до 4,35 к 2025.

Это падение означает, что способность предприятий обслуживать свои кредиты за счет операционной прибыли резко сократилась и приближается к тревожной черте.

Чтобы увидеть полную картину изменений, будет полезно обратиться к сводной динамике ключевых финансовых коэффициентов по всем отраслям Российской Федерации в таблице 1.

Таблица 2 - Динамика основных финансовых коэффициентов по РФ [145]

Показатель	2019	2020	2021	2022	2023	2024

Коэффициент автономии	0,29	0,31	0,34	0,36	0,37	0,38
Коэффициент фин. левериджа	0,99	0,92	0,87	0,81	0,82	0,77
Коэффициент тек. ликвидности	1,46	1,53	1,63	1,71	1,78	1,85
Коэф-т абс. ликвидности	0,12	0,14	0,16	0,17	0,17	0,15
Обеспеченность собственными оборотными средствами	0,19	0,21	0,23	0,25	0,26	0,27
Обеспеченность запасов	0,62	0,66	0,71	0,78	0,79	0,81
Коэффициент покрытия инвестиций	0,43	0,46	0,50	0,53	0,56	0,58

Из таблицы видно, что финансовая независимость, измеряемая коэффициентом автономии, хоть и выросла с 0,29 до 0,38, остается значительно ниже рекомендуемого порога в 0,5. Это говорит о сохраняющейся высокой зависимости от заемных источников. Коэффициент абсолютной ликвидности находится в критической зоне 0,12-0,15 при нормативе 0,2-0,5. Иными словами, предприятия могут покрыть лишь 12-15% своих краткосрочных обязательств наиболее ликвидными активами.

Единственным показателем, достигшим нормативных значений, стала обеспеченность запасов, что свидетельствует о достаточности собственных средств для покрытия материальных запасов. Однако покрытие инвестиций остается низким, ограничивая возможности для долгосрочных капиталовложений.

Параллельно с этим менялась и рентабельность. Ниже, в таблице 2, представлена динамика основных показателей доходности.

Таблица 3 - Динамика показателей рентабельности по РФ [145]

Показатель	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Рентабельность продаж (ROS)	3,6%	3,7%	4,4%	4,6%	4,9%	5,0%
Норма чистой прибыли	2,2%	2,3%	2,9%	3,0%	3,2%	3,2%
Рентабельность активов (ROA)	5,4%	5,3%	6,4%	6,4%	6,8%	6,6%
Рентабельность собственного капитала (ROE)	32,1 %	28,7 %	31,2%	29,4%	29,7%	27,4%
Коэффициент покрытия процентов (ICR)	4,41	5,13	7,19	6,32	5,96	4,35

Рентабельность продаж выросла более чем на полтора процентных пункта, но рентабельность собственного капитала снизилась почти на пять пунктов. Резкое падение ICR с 7,19 до 4,35 на фоне роста ключевой ставки ЦБ сигнализирует о нарастающей долговой нагрузке.

Предприятия вынуждены все большую долю прибыли направлять на обслуживание кредитов, что подрывает их стратегическую устойчивость.

Теперь обратимся к Санкт-Петербургу в таблице 3. Динамика промышленного производства здесь заметно отличается от среднероссийской. В 2024 году промышленность города показала рост в 110,9%, что значительно выше общероссийских темпов, а в 2025 году индекс физического объема оценивается в 105,4%. Однако за этими цифрами скрывается глубокая отраслевая дифференциация.

Таблица 4 - Динамика ИПП по Санкт-Петербургу [144]

Сектор	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Всего промышленность	104,8	98,2	107,5	103,9	109,9	110,9	105,4
Добыча полезных ископаемых	73,9	84,5	131,9	67,9	70,6	109,1	72,7
Обрабатывающие производства	105,4	99,2	106,4	105,1	111,4	112,6	107,0

Сектор	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Производство компьютеров, электронных и оптических изделий	96,1	95,7	109,9	97,7	139,6	148,3	126,2
Производство автотранспортных средств	101,2	88,6	102,5	9,8	17,5	4,2	110,2
Производство прочих транспортных средств и оборудования	118,4	111,7	99,8	116,0	97,3	125,6	139,3
Производство лекарственных средств	106,3	113,9	100,5	117,3	123,0	97,8	103,6
Производство электрического оборудования	134,9	83,0	96,4	92,5	109,4	116,8	98,1

Безусловным лидером стало производство компьютеров, электронных и оптических изделий: рост 148,3% в 2024 году и 126,2% в 2025-м. Производство прочих транспортных средств в 2025 году подскочило до 139,3%. После катастрофического падения 2022-2024 годов до 4,2% в 2024 году, автомобильная промышленность начала восстанавливаться - в 2025 году рост до 110,2%, хотя до докризисных уровней еще далеко. Производство лекарственных средств сохраняет стабильность: после небольшого спада в 2024 году в 2025 оно выросло на 103,6%. На этом фоне особенно выделяется добыча полезных ископаемых, демонстрирующая крайнюю волатильность, а именно взлет до 131,9% в 2021 году, затем падение до 67,9% в 2022-м, восстановление до 109,1% в 2024 и новое снижение до 72,7% в 2025. Производство электрического оборудования после роста в 2024 году в 2025 упало до 98,1%.

Сравнение финансового положения организаций в Санкт-Петербурге и в среднем по России на основе данных Росстата в таблице 4 вскрывает фундаментальное различие в структуре капитала. Сравнение проводится за период 2023 года, что демонстрирует то, каким образом промышленные предприятия разных регионов отреагировали на санкционное воздействие. Коэффициент автономии петербургских предприятий составил 48,1% против 33,0% в целом по стране. Иными словами, бизнес в Северной столице

значительно меньше зависит от заемных средств и демонстрирует гораздо более высокий уровень финансовой независимости, что подтверждается и более высокой долей прибыльных организаций - 76,1% против 66,9%.

Таблица 5 - Сравнение финансовых показателей по Санкт-Петербургу и в среднем по регионам России за 2023 после введения санкций [145]

Показатель	Россия	Санкт-Петербург
Сальдированный финансовый результат (млрд руб.)	522,3	2 888,2
Доля прибыльных организаций	66,9%	76,1%
Доля убыточных организаций	33,1%	23,9%
Рентабельность активов	4,5%	4,4%
Коэффициент текущей ликвидности	124,3%	128,6%
Коэффициент обеспеченности СОС	19,6%	22,3%
Коэффициент автономии	33,0%	48,1%

После введения санкций, Санкт-Петербург значительно опережает среднероссийские показатели: сальдированный финансовый результат более чем в пять раз выше, доля прибыльных организаций на 9,2 процентных пункта выше, коэффициент автономии - на 15,1 пункта выше. Рентабельность активов при этом находится на сопоставимом уровне. Эти данные подтверждают вывод о том, что промышленность Санкт-Петербурга в целом более устойчива и менее закредитована.

Однако анализ динамики производства в 2024-2025 годах показывает, что даже у этого благополучия есть пределы. В таблице 5 ниже приведены данные по тем отраслям, где изменения были наиболее заметны.

Таблица 6 - Динамика промышленного производства Санкт-Петербурга в 2024–2025 гг. (в % к предыдущему году) [144]

Отрасль	2024	2025	Изменение
Производство компьютеров, электронных и оптических изделий	148,3	126,2	-22,1 п.п.
Производство прочих транспортных средств и оборудования	125,6	139,3	+13,7 п.п.
Полиграфическая деятельность	121,1	97,9	-23,2 п.п.

Производство автотранспортных средств	4,2	110,2	+106 п.п.
Производство готовых металлических изделий	99,3	108,4	+9,1 п.п.
Производство электрического оборудования	116,8	98,1	-18,7 п.п.
Производство лекарственных средств	97,8	103,6	+5,8 п.п.

Наибольший рост в 2025 году демонстрируют прочие транспортные средства, компьютеры и оптика, и автотранспорт. При этом спад отмечен в производстве напитков, одежды, водоснабжении и производстве мебели. Такая разнонаправленность говорит о том, что промышленность города становится все более поляризованной. Одни сектора получают сверхприбыли на волне импортозамещения и госзаказа, а другие стагнируют или сокращаются.

К 2025 году ситуация с долговой нагрузкой обострилась по всей стране, и Санкт-Петербург не стал исключением. По данным Центрального Банка, объем просроченной задолженности компаний за 8 месяцев 2025 года вырос на 15,2%, превысив 7,5 трлн рублей. Наибольший объем «плохих» долгов накопили обрабатывающие производства - 2,3 трлн рублей, рост на 30,2%. Коэффициент «чистый долг к EBITDA» по итогам первой половины 2025 года достиг 1,9. В первом полугодии 2025 года 67% долга крупнейших компаний приходилось на заемщиков с ICR ниже 3, то есть с высокими кредитными рисками. Для сравнения, в 2024 году эта доля составляла 42%, а прогноз на 2026 год составляет 90,9%. Маржа чистой прибыли топ-50 компаний падает третий год подряд, 10% в 2023 году, 9,6% в 2024, 8,4% в 2025. Расходы на персонал за два года выросли с 11% до 15% от выручки, что при высокой ключевой ставке создает дополнительное давление на ликвидность.

Финансово-экономическая подушка предприятий заканчивается. Некоторые компании уже перешли на четырехдневную рабочую неделю. Оборачиваемость активов в целом по России замедлилась со 163 дней в 2019 году до 187 дней в 2024 году, что означает замораживание все больших средств в оборотном капитале.

Снижение фондоотдачи с 17,94 в 2019 году до 13,76 в 2024 году сигнализирует о падении эффективности использования основных производственных фондов.

Все это в совокупности означает, что формальный рост промышленности в 2024-2025 годах, во многом обеспеченный оборонным заказом и импортозамещением в электронике и транспорте, сопровождается системным ухудшением финансового здоровья в других секторах.

Промышленность Санкт-Петербурга, несмотря на лучшие стартовые позиции, а именно более высокую автономию и долю прибыльных организаций, начинает испытывать те же вызовы, что и в среднем по стране. Разница лишь в том, что петербургские предприятия подошли к этому рубежу с большим запасом прочности. Однако дальнейшее действие высокой ключевой ставки и ее слишком медленное снижение, может нивелировать и этот запас.

Прогноз на 2026 год, по оценкам Банка России, предполагает дальнейший рост доли проблемных заемщиков до 90,9%, что делает ситуацию критической для большинства секторов промышленности, включая исторически сильные, такие как петербургское машиностроение и металлургия.

Стратегическая устойчивость промышленности сегодня определяется не столько способностью наращивать выпуск, сколько умением управлять долгом и ликвидностью в условиях дорогих кредитов и сжимающегося спроса. И здесь данные последних лет рисуют картину скорее тревожную, чем обнадеживающую.

Необходимо отметить, что финансовое положение промышленных предприятий в современных условиях характеризуется высокой степенью неопределенности и ограниченным доступом к традиционным источникам финансирования. Согласно данным, представленным в исследовании Н.Ф. Челухиной и М.А. Аскалёнок, для российского бизнеса долгие годы основным источником привлечения финансирования оставалось банковское кредитование, однако в условиях высокой ключевой ставки оно становится все менее доступным, особенно для малого и среднего бизнеса [113].

По данным Банка России, в феврале 2025 года средневзвешенная стоимость краткосрочных кредитов для корпоративных заемщиков достигала 20,6%, для субъектов малого и среднего предпринимательства она превышала 23%, ставка по долгосрочным кредитам, предоставляемых небанковским организациям,

составила 16,6%, для малого и среднего предпринимательства – 18,6% [113]. Высокие ставки по кредитам вынуждают компании искать другие инструменты финансирования, среди которых наиболее востребованными на сегодняшний день являются облигационные займы, эмиссия акций, а также сделки РЕПО, являющиеся инструментом денежного рынка.

В этих условиях особую значимость приобретает анализ структуры источников финансирования инвестиционной деятельности промышленных предприятий. Е.В. Михина, исследуя вопросы финансирования инвестиционных проектов в целях обеспечения технологического суверенитета, приводит данные о том, что в Китае в 2020 году доля предпринимательского сектора в финансировании исследований и разработок составляла 77,5%, в странах ОЭСР – в среднем 63,8%, тогда как в России аналогичный показатель к 2023 году составил лишь 14,5%, что существенно осложняет изыскание средств по обеспечению проектного финансирования значимых для страны технологических разработок [80]. Анализ состава и структуры внутренних затрат на исследования и разработки по источникам финансирования в Российской Федерации показывает устойчивую тенденцию возрастания удельного веса бюджетных средств: с 53,7% в 2000 году до 65,4% в 2023 году, при одновременном снижении доли средств предпринимательского сектора с 18,6% до 14,5% [80]. Подобная динамика свидетельствует о сохранении модели финансирования, ориентированной преимущественно на государственные источники, что в условиях бюджетных ограничений создает существенные риски для реализации масштабных инвестиционных проектов.

Однако проблема недоступности традиционных источников финансирования усугубляется состоянием российского фондового рынка, который, как отмечают Н.Ф. Челухина и М.А. Аскалёнок, претерпел значительные изменения с момента своего зарождения, а в последние годы столкнулся с новыми вызовами, связанными с геополитической нестабильностью и санкциями, что выразилось в оттоке иностранных инвесторов, снижении

ликвидности ряда инструментов и необходимости адаптации к новым условиям [113].

При этом российский рынок акций в настоящее время характеризуется высокой степенью недооцененности, что сдерживает активность как индивидуальных, так и институциональных инвесторов. Основными причинами подобной ситуации стали геополитическая нестабильность, высокая волатильность, неопределенность дивидендной политики компаний, а также высокая ключевая ставка, ограничивающая доступ к ликвидности. С 2022 года многие крупные российские эмитенты прекратили выплаты дивидендов, что ослабило интерес к акциям как инструменту получения пассивного дохода [113].

В этих условиях, как показывает Д.В. Малянов, особое значение приобретают механизмы проектного финансирования, которые позволяют привлекать существенно больший объем денежных средств и компетенций, минимизируя при этом финансовые риски для всех участников проекта [67]. Для промышленности этот механизм особенно важен, поскольку она требует значительных инвестиций в основные средства и разработки, а сроки окупаемости могут быть очень длительными, значительно превышая жизненные циклы товаров.

При этом автор выделяет классический подход к проектному финансированию, основанный на принципах самоокупаемости, минимизации рисков инвесторов и использовании кредитных инструментов, а также партнерское проектное финансирование или механизм государственно-частного партнерства, который достаточно активно используется в Российской Федерации для реализации социально значимых проектов [67].

Анализ современных тенденций в промышленности показывает нарастающую потребность в реализации инвестиционных проектов, направленных на модернизацию производственных мощностей, роботизацию и импортозамещение.

Особенно ярко эта потребность проявляется в высокотехнологичных отраслях, таких как нефтегазовый комплекс. Е.А. Ткаченко, Е.М. Мейксина и С.Н.

Дорошенко отмечают, что глобальный нефтегазовый сектор, являясь фундаментом мировой энергетики и ключевым источником бюджетных поступлений для многих стран, сталкивается с беспрецедентным вызовом необходимости трансформации, продиктованной комплексом факторов, среди которых выделяются волатильность мировых цен на углеводороды, возрастающее давление в сторону декарбонизации экономики, геополитическая нестабильность и растущая конкуренция со стороны возобновляемых источников энергии [100]. Ответом на эти вызовы становится глубокая интеграция цифровых технологий, переформатирующая саму парадигму функционирования отрасли.

Внедрение цифровых технологий и роботизация производства сопряжены с серьезными системными барьерами, которые необходимо учитывать при планировании инвестиционных проектов. М.А. Шулимова, Р.М. Бирюков и Р.С-А. Маккаева, исследуя риски инновационной деятельности промышленных предприятий в условиях технологической изоляции, выделяют девять ключевых групп рисков: финансово-экономические, кадровые, информационные, производственные, управленческие, инфраструктурные, материально-технические, сбытовые и репутационные [118]. Каждая группа имеет свои особенности и требует индивидуального подхода при оценке и минимизации последствий.

Авторами отмечается, что финансовые риски наиболее актуальны на этапах инициации и планирования, тогда как репутационные риски могут проявиться на финальных стадиях реализации или даже после запуска продукта на рынок. На основе данных трех пилотных предприятий авторами было установлено, что применение разработанного алгоритма оценки рисков позволяет снизить уровень ключевых инновационных рисков в среднем на 34%, что подтверждает его эффективность в типовых ситуациях [118].

Также, особое внимание в контексте структурного финансирования промышленности следует уделить вопросам технологического суверенитета и импортозамещения. Е.В. Михина подчеркивает, что укрепление технологического суверенитета выступает одной из ключевых задач в достижении национальных

целей развития Российской Федерации на период до 2030 года и перспективу до 2036 года, причем выход на качественно новый уровень технологического обеспечения внутренних отраслей страны требует создания ресурсной базы по реализации намеченных планов и предусматривает максимальную концентрацию кадровых, финансовых, инфраструктурных ресурсов на приоритетных направлениях научно-технологического развития промышленности, транспорта, микроэлектроники, информационных технологий, фармацевтики, а также новых производств, ранее не существовавших в России [80]. Привлечение финансирования в проекты, составляющие основу технологического суверенитета страны, является одним из наиболее важных и сложных вопросов реализации инвестиционных проектов, причем залогом ее успешного решения становится рациональное применение стимулирующих механизмов в отношении инвесторов и кредиторов.

В этом контексте заслуживает внимания разработанный в России механизм таксономии проектов технологического суверенитета, утвержденный Постановлением Правительства РФ от 15.04.2023 № 603. Таксономия основана на снижении банковских рисков при предоставлении банками кредитов на финансирование проектов технологического суверенитета и создания благоприятных условий для бизнеса в виде пониженных ставок для привлечения кредитных средств. Такой подход позволяет создать дополнительные стимулы для привлечения кредитных ресурсов именно в те проекты, которые имеют приоритетное государственное значение, нацелены на форсированное создание производств и технологий инновационного характера, замещения импортных поставок оборудования, материалов и комплектующих в сфере высоких технологий [80].

Так, например, по итогам 2023 года в реестр проектов технологического суверенитета вошли 11 проектов на сумму 234 млрд рублей, к ноябрю 2024 года данный перечень расширился до 27 проектов общей стоимостью 977,6 млрд рублей, лидирующими по объему финансирования являются проекты в

судостроении, строительстве и парковой индустрии, производстве аккумуляторов [80].

Вместе с тем, анализ макроэкономической ситуации показывает наличие серьезных противоречий в проводимой денежно-кредитной политике, которые оказывают прямое влияние на возможности финансирования инвестиционной деятельности. И.А. Максимцев, А.Е. Карлик и Е.А. Ткаченко обращают внимание на то, что политика Центрального банка по таргетированию инфляции приводит к замораживанию роста российской экономики [64]. Центробанк повышает ключевую ставку каждый раз на пике экономического роста, отсекая экономику от доступных ресурсов для развития и создавая условия для краткосрочного цикла «рост-падение» каждые 2-3 года, что признается нежелательным для российской экономики самим регулятором. На фоне высокой инфляции особую роль приобретает социальная защита наиболее уязвимых слоев населения, причем способность обеспечить необходимый уровень социального благополучия для всех граждан государства является признаком сильной и сплоченной нации [64].

Для преодоления сложившейся ситуации и обеспечения устойчивого финансирования инвестиционных проектов в промышленности необходимо применение комплексного подхода, учитывающего как макроэкономические факторы, так и отраслевую специфику. Д.В. Малянов, сравнивая различные модели проектного финансирования, выделяет такие перспективные формы, как BOO (Build-Own-Operate), BOT (Build-Operate-Transfer), PPP (Public-Private Partnership), DBFOM (Design-Build-Finance-Operate-Maintain) и BLT (Build-Lease-Transfer), каждая из которых имеет свои преимущества и недостатки и может быть адаптирована под конкретные условия реализации промышленных проектов [67]. Выбор оптимальной модели зависит от масштаба проекта, степени участия государства, распределения рисков между участниками и долгосрочных целей развития предприятия.

Проведенный анализ позволяет сделать вывод о том, что современная экономическая ситуация в российской промышленности характеризуется высокой степенью неопределенности, ограниченным доступом к традиционным

источникам финансирования и нарастающей потребностью в реализации масштабных инвестиционных проектов, направленных на модернизацию производственных мощностей, роботизацию и импортозамещение.

В современных реалиях ключевыми проблемами финансирования выступают высокая стоимость банковского кредитования, недооцененность российского фондового рынка, недостаточная активность предпринимательского сектора в финансировании исследований и разработок, а также противоречивость макроэкономической политики, ограничивающей доступ к долгосрочным финансовым ресурсам. Преодоление этих проблем требует разработки целостной стратегии структурного финансирования промышленности, учитывающей как возможности государственной поддержки, так и потенциал частного-государственного партнерства и проектного финансирования.

Дальнейшие исследования в этом направлении должны быть сосредоточены на разработке моделей оценки эффективности инвестиционных проектов с учетом отраслевой специфики и макроэкономических рисков, а также на совершенствовании механизмов стимулирования частных инвестиций в высокотехнологичные отрасли промышленности.

В современной России актуальность развития теоретической базы вопроса структурного финансирования проектов региональной промышленности является крайне актуальной задачей отечественных методологов.

Подобный тип финансирования в нашей стране на данный момент является относительно новым явлением для рынка, в связи с чем множество аспектов являются не урегулированными до сих пор.

В связи с уходом с нашего рынка иностранных участников, вопрос адаптации и развития собственной теоретической базы, адаптированного под реалии нашей страны, становится приоритетной задачей, несмотря на попытки повысить применимость английского права в сделках структурного финансирования в рамках нашей теоретико-правовой системы. Комплексное развитие в данной области позволит значительно повысить качество проводимых региональных проектов отечественной промышленности.

При этом, из-за внедрения новых цифровых технологий в рамках реализации процессов структурного финансирования, наша страна имеет все шансы стать передовым рынком структурных финансов промышленных проектов при внедрении в теоретическую базу революционных подходов к организации через применение различных новейших технологий.

Таким образом, можно отметить значительные улучшения, произошедшие в отечественном научном поле, просвещенном проработке вопроса организации структурного финансирования. За последние несколько лет произошел качественный рывок в рамках данного вопроса, а также было написано значительное количество материалов, способствующих развитию рассматриваемого вопроса [56].

Основной причиной появления структурного финансирования как феномена рынка стала невозможность предоставления финансирования проектам промышленности с помощью классических финансовых инструментов и, часто, с помощью работы предприятия только с одним финансовым институтом. Именно поэтому развитие промышленности в целом как за границей, так и в нашей стране неразрывно связано с развитием организации структурного финансирования.

Важным аспектом успешности любого проекта является грамотная оценка как на подготовительных этапах, так и на этапах его реализации. Именно поэтому, рассмотрение классиков финансового и инвестиционного менеджмента является важным аспектом развития вопроса оптимального построения любого вида финансирования, в том числе и структурного.

Так, Валерий Викторович Ковалев в своих трудах, посвященным финансовому менеджменту, очень подробно описывает принципы, по которым может реализовываться структурное финансирование региональных проектов промышленности. Из множества учебных пособий и статей автора, можно выделить значительное число аспектов, напрямую относящихся к проблематике реализации рассматриваемого вида финансирования [51].

Для начала, необходимо рассмотреть идею оптимальной структуры капитала и источников финансирования. Автор говорит о том, что компания в

рамках своей деятельности должна всегда находить оптимальный баланс между заемными и собственными источниками финансирования проектов для уменьшения итоговой стоимости капитала.

В рамках данной идеи, сотрудничество с государством в рамках государственных проектов, использование инструментов синдицированного кредитования и альтернативных инструментов структурирования в совокупности с субсидиями и льготами позволяет достигать оптимума стоимости при реализации региональных проектов.

Кроме того, Ковалев говорит о необходимости строгой оценки инвестиционных проектов, в особенности с помощью показателей NPV, IRR и PP, для оценки целесообразности с учетом региональных рисков, минимальной требуемой доходности и срока окупаемости в рамках проектов с государственным участием. При получении адекватной оценки по данным показателям становится возможным рассмотрение проекта для участия в субсидировании или включения в государственные программы [51].

Еще один немаловажный пункт, отмечаемый ученым - необходимость контроля кредиторской и дебиторской задолженностей, и запасов, для поддержания оптимального уровня ликвидности. Применительно к данному пункту, по вопросам региональных проектов промышленных предприятий возможно рассмотрение таких пунктов как финансирование с участием структурирования оборотных средств предприятия.

Следующий важный пункт включает в себя анализ баланса предприятия, его ОПУ и ОДДС для оценки его устойчивости. Для дальнейшей работы становится возможным взять базовые показатели для оценки проектов, исходя из информации, полученной в рамках анализа работ Ковалева, а именно контроль рентабельности ROIC на уровне больше 10% и коэффициента текущей ликвидности больше 1,5. Кроме того, важным фактором становится и необходимость публикации отчетности по стандарту МСФО.

Кроме всего вышеперечисленного, отметить также стоит такие необходимые аспекты ведения инвестиционной деятельности в рамках

структурных проектов, как хеджирование рисков, как пример, за счет страхования, форвардных контрактов и резервных фондов, и управление бизнесом с ориентацией на рост стоимости, как пример, на основе оценки EVA и выхода на IPO [39].

Таким образом закладывается отличная методологическая основа для принятия решений в области организации структурного финансирования региональной промышленности, сочетающая как классическую теоретическую компоненту, так и практическую применимость.

Можно выделить, что базовым индикатором успешности проектов всегда является отчетность, предоставляемая бухгалтерским учетом. При этом, многие исследователи обращают внимание на то, что актуальные подходы к оценке часто уходят от классических моделей, созданных для контроля деятельности.

Так, например, если продолжать исследование идей Ковалева В.В. в сотрудничестве с Пятовым М.Л. в статье «Финансово-учетная компонента в экономике: Современные тенденции и вызовы», можно отметить что функция бухгалтерского учета смещается с контрольной на информационно-аналитическую. Ученые отмечают, что современный бухгалтерский учет является информационной системой, из которой руководители проектов принимают управленческие решения.

При этом отмечается, что при всей критики концепции классического бухгалтерского учета, он остается важнейшим фактором принятия решений и поэтому крайне зависим от качества учетных данных [51].

На основании статьи можно выделить 4 основные проблемы бухгалтерского учета проектов. Во-первых, упоминается уже выделенная проблематика, а именно переход от контрольной к информационной функции учета. Во-вторых, отмечается нехватка стандартов, адаптированных и унифицированных под критерии современной конъюнктуры. Кроме того, авторы считают необходимым ориентацию на конечных пользователей, которые часто могут быть не подготовленными в сфере бухгалтерского учета. Также, авторы говорят о

проблеме чрезмерной математизации, приводящей к потере экономической логики, что может снижать качество конечного исследования.

Выделяется также аспект сдвига структуры экономики, приводящий к появлению сектора цифровых технологий на рынке, который требует адаптации учета.

Говоря о вопросах организации структурного финансирования как о вопросе организации потока инвестиций, нельзя не упомянуть работы, просвещенные комплексному анализу деятельности предприятий. Одним из ученых, внесших значительный вклад в развитие экономического анализа является Анатолий Данилович Шеремет. И хотя методология профессора была разработана еще в советские времена и для традиционного анализа, ее базовые принципы могут быть успешно адаптированы под любые аналитические задачи для современной конъюнктуры рынка, в том числе и для анализа сложноструктурированных сделок [117].

Прежде всего необходимо рассмотреть систему комплексного экономического анализа, теорию которого разработал выдающийся ученый. Данная теория является основой для системного подхода к оценке финансово-хозяйственной деятельности предприятий. Кроме того, она является базой для интеграции учета в единую методологическую базу и обосновывает взаимосвязь между различными экономическими показателями для обоснования и принятия управленческих решений.

Шереметом разработана методология анализа деятельности предприятий. Классификация показателей, включающая в себя ликвидность, рентабельность, финансовую устойчивость, деловую активность, является базой для оценки проектов и сегодня. Кроме того, методы интегрального факторного анализа, метод расстояний для сравнительной оценки предприятий и рейтинговые анализы стали неотъемлемой частью анализа современных проектов. Также в данном ключе стоит отметить анализ кругооборота капитала для оценки эффективности производства.

Важным исследованием является также анализ оборачиваемости оборотных средств, исследованных Шереметом в рамках его кандидатской диссертации. Разработанные методики оптимизации запасов, а также кредиторской и дебиторской задолженностей, являются важным аспектом повышения эффективности предприятия [117].

Одним из первых ученых призывал к адаптации бухгалтерского учета к международным стандартам.

Применительно к региональным проектам, идеи Шеремета хорошо применимы для контроля затрат на основе функционально-стоимостного анализа, а также в рамках исследования территориальных аспектов управления и отмечаемой ученом важности сохранения баланса между отраслевым и региональным развитием. Кроме того, ученый всегда поддерживал внедрение современных технологий в вопросы учета. Сегодня такими технологиями являются блокчейн и технологии больших данных.

В итоге, применительно к построению методологии оценки структурного финансирования региональных проектов промышленности, можно выделить использование комплексного экономического анализа для оценки эффективности инвестиций и расчет интегральных показателей для оценки региональных рисков. Кроме того, методологии Шеремета позволяют построить систему контроля за использованием средств, оборачиваемости капитала и ликвидности, а также за отклонением от плановых показателей [117].

На основании вышеупомянутых идей предлагается дальнейшие методологии оценки структурного финансирования проектов.

При исследовании базы вопроса структурного финансирования, нельзя не обратить внимание также и на значительный вклад западных ученых в вопросы построения современной теории фирмы.

Основные идеи Ричарда Брейли и Стюарта Майерс стали базой для значительного числа исследователей различных аспектов организации деятельности предприятий. В своих трудах, в особенности в классическом

«Принципы корпоративных финансов», авторы приводят фундаментальные концепции, которые необходимо рассмотреть.

Для начала нужно обратить внимание на NPV-правило, или постановку основной цели компании как увлечение благосостояния акционеров через проекты с положительной чистой приведенной стоимостью [28].

Также как и отечественные классики, в дополнение гипотезы Модильяни-Миллера, западные авторы демонстрируют теорию структуры капитала, обозначая необходимость баланса между заемными и собственными источниками для минимизации стоимости финансирования, в совокупности с учетом потенциальных финансовых трудностей.

Важным аспектом для исследования вопросов структурного финансирования также является и модель CAPM, предназначенная для расчета требуемой доходности с учетом рыночного риска.

Подводя промежуточный итог, основные концепции Брейли и Майерса крайне эффективны для того, чтобы на базе NPV и IRR производить оценку эффективности региональных проектов в рамках построения структуры грамотного соотношения источников финансирования, учета государственных льгот, сценарного анализа денежных потоков, управления рисками на базе CAPM и сценарного анализа денежных потоков [28].

Возможно также применение концепции реальных опционов для гибкости региональных проектов, а также институциональных механизмов для снижения издержек. Методологии авторов дают отличный аналитический инструментарий для обоснования финансовой устойчивости различных региональных проектов.

Значительный вклад в развитие вопроса управления финансами компаний принадлежит также еще одному представителю американской школы, Джеймсу К Ван Хорну. В своем классическом труде «Основы финансового менеджмента» он охватывает значительное число аспектов построения грамотной системы управления финансами внутри предприятий и их проектов.

Кроме всего прочего, для оценки региональных проектов применяется значительное число концепций, разработанных ученым. Так, оценка стоимости

будущих денежных потоков для региональных проектов проводится с помощью показателя Time Value of Money (TVM) (ценности денег во времени). Кроме этого, Ван Хорн также высказывается о необходимости грамотной структуры соотношения заемных и собственных средств, говоря о показателе Cost of Capital.

Также приводятся с методы оценки инвестиционных проектов на базе NPV и IRR.

В том числе, ученый высказывается об эффектах инструментов структурного финансирования и описывает положительные эффекты структурирования. В своих трудах ученый обосновывает эффект от использования SPV для управления проектом, а также вводит идеи для проведения секьюритизации на предприятиях [32].

Ван Хорн определяет необходимость комбинирования методов привлечения финансирования и говорит о том, что именно такой подход позволяет увеличить финансовую устойчивость проектов в долгосрочной перспективе. Идеи ученого также легли в основу дальнейшего анализа [32].

Санкт-Петербургская школа инвестиционного менеджмента, в лице докторов экономических наук СПбГЭУ Максимцева И.А., Карлика А.Е. И Ткаченко Е.А., в работе «Формирование геоэкономической стратегии российской федерации в условиях военно-политической неопределенности» признает значительную роль инвестиций в инфраструктурные проекты в системе национальной безопасности страны. Авторы обозначают, что именно развитие инфраструктурных проектов является ключом к подъему импортозамещающих производств и к получению технологического суверенитета, крайне необходимых в современной геополитической ситуации. Именно развитая диверсифицированная промышленность является гарантом устойчивости от внешних шоков, по мнению исследователей [64].

В статье обозначается, что рост спроса на продукты проектов промышленности превалирует над ростом предложения. Кроме того, отмечается, что именно рост экономической мощи способствует росту военной мощи страны, что является необходимым элементом процветания в сложившейся конъюнктуре.

Отмечается также и то, что для последовательного роста, необходимо создание централизованных институтов координации проектов. Варианты решения данного вопроса будут описаны в дальнейшем в рамках исследования в рамках описания создания специализированных государственных фондов.

В данном ключе, развитие каналов получения инвестиций для региональных проектов становится особенно актуальным вопросом, так как вопрос поиска средств для развития на сегодня является основным барьером развития важнейших инфраструктурных проектов промышленных предприятий нашей страны [52].

Структурное финансирование, которое сегодня получает поддержку достижений цифровизации, способно содействовать целям национального развития нашей страны. Исходя из информации из статьи, можно отметить, что структурное финансирование как инструмент способно справиться с большинством обозначенных проблем, так как оно позволяет направлять средства в приоритетные отрасли, поддерживать НИОКР, проводить инвестиции в инфраструктурные проекты, поддерживать программы переподготовки кадров, организовывать субсидирование и льготное кредитование на основании новейших технологий, использовать инфраструктурные финансовые инструменты для реализации проектов и синхронизировать отраслевые стратегии через унифицированные финансовые механизмы.

В итоге, можно выделить основные пункты, по которым структурное финансирование должно способствовать развитию нашей страны. В рамках общей национальной стратегии, оно необходимо для технологического прорыва, ликвидации основных проблем отечественного экономического пространства, обеспечения экономической безопасности и для сбалансированного развития регионов.

Без систематизации подходов к финансированию региональных проектов промышленности, Россия может отстать в рамках глобальной конкуренции и потерять обозначенное в статье четвертое место по интегральному показателю национальной силы.

Данные выводы также находят отражения и в заявлениях президента Российской Федерации, Владимира Владимировича Путина, которые в своих заявлениях часто обращает внимание на уязвимости национальной экономики. Например, в обращениях «Нам нужна проактивная политика экономики предложения» [155], «Промышленное производство в России растет, а обрабатывающие отрасли развиваются с опережением» [154] и многих других, президент обозначает ведущие роли инфраструктурных проектов обеспечении роста экономики нашей страны.

На основании вышеупомянутой статьи, а также других работ Ткаченко Е.А. и Карлика А.Е. можно выделить основные идеи, на которых должно базироваться исследование проблематики организации внешнего финансирования для отечественных предприятий, в том числе и для структурного финансирования.

Во-первых, выделяется значительная роль государства в вопросах регулирования в инвестициях, а именно роль поддержки стратегических отраслей, особенно в текущих условиях геополитической нестабильности. Примером подобного подхода является китайская модель поддержки «Сделано в Китае 2025» [35].

Вторым по значимости пунктом является развитие инвестиций в инфраструктуру в качестве драйвера роста всей экономики. Важным движением в данном направлении в том числе является программа «Стратегия пространственного развития РФ до 2025 года».

Следующим важным пунктом является необходимость новых подходов к риск-менеджменту в условиях общей политической нестабильности и переориентация на новые «дружественные» юрисдикции.

Нельзя не обратить внимание и на проблематику построения технологического суверенитета и инвестиций в НИОКР. В данном аспекте прописывается необходимость увлечения доли государственного финансирования и стимулирование кооперации институтов подготовки кадров.

Кроме того, важно отметить, что немаловажным тезисом является и то, что подобные проекты должны учитывать социальную отдачу кроме основного

экономического эффекта, в основном, за счет развития моногородов, поддержку МСП и местных предприятий [36].

Все это напрямую обосновывает необходимость качественного развития инструментов структурного финансирования, как сферы, где происходит слияние частных инвестиций, государственных интересов и множества рисков.

Можно добавить, что Ткаченко Е.А. в своих работах активно поднимает вопросы, связанные с проблематикой финансирования промышленных предприятий. Так, в статье «Состояние и проблемы промышленных предприятий в контексте структурной трансформации российской экономики», Елена Анатольевна отмечает, что потребность структурных изменений в экономике появилась еще до начала Специальной военной операции, при этом отмечается важность адаптации экономики к новым условиям. При этом выделяются основные направления, по которым по мнению автора должны происходить трансформация, а именно отраслевая, технологическая, человеческого капитала, институциональная и поддержка малого и среднего бизнеса. Подчеркивается важность перехода от стихийной и реактивной трансформации к управляемой и проактивной.

Среди прочего, выделяется, что предприятия в России испытывают дефицит ликвидности и ограниченность источников финансирования, в том числе после введения санкционных ограничений и барьеров, что критично в условиях возможностей для быстрого роста. Для решения данных проблем в том числе предлагается использование многоканальных схем финансирования, факторинг, и, кроме того, использование цифровых финансовых активов (ЦФА).

На основании информации, полученной из статьи, можно сказать, что структурное финансирование является ключом к решению множества описанных проблем. Многоканальное финансирование может проявляться в структурировании финансирования проекта через комбинирование частных инвестиций, государственных фондов и применения цифровых финансовых активов, что обеспечит ликвидность проекта и снизит его зависимость от

традиционных источников привлечения капитала (в том числе, хеджирует от изменения процентных ставок) [53].

Для предприятий, активно работающими с государственными заказами, хорошим решением может стать использование факторинга для снижения уровня закредитованности и улучшения платежеспособности.

Кроме того, можно сделать вывод о необходимости создания региональных фондов для стимуляции технологической трансформации и развития необходимого человеческого капитала.

Таким образом, все перечисленные идеи подчеркивают необходимость развития и продвижения гибких механизмов финансирования для развития региональных проектов промышленности. Инструменты структурного финансирования являются отличной базой для реализации данного плана.

Множество вышеперечисленных идей также продолжают свое развитие в труде «Структурные изменения российской промышленности в контексте нарастания объективных ресурсных ограничений» за авторством Вейг Н.В., Дроздовой А.П. и Карлика А.Е. [35].

Исследователями со ссылкой на Мелмана А. отмечается, что оборонная промышленность, которая на данный момент значительно поддерживает развитие отечественной экономики, сглаживая негативный эффект от падения деловой активности в стране, относится к группе непроизводственных расходов и не создает потребительской ценности, и, тем самым, вносит диспропорцию в экономику. Исходя из этого, отмечается необходимость комплексного развития всех отраслей промышленности для стабилизации экономики уже в ближайшем будущем.

В статье подчеркивается, что многим предприятиям необходимо проведение обновления производственных мощностей для поддержания качества продукции, что является сложной задачей в условиях санкционных ограничений поставок импортных станков. Кроме того, подчеркивается острый дефицит квалифицированных кадров. Подчеркивается, что низкий уровень безработицы в основном связан с дефицитом рабочей силы, а не избытком предложения на

рынке труда. Отмечается, что рост автоматизации и роботизации также требует значительных инвестиций [29].

Инструменты структурного финансирования являются ключом к решению множества из приведенных в статье проблем, так как помогут в создании региональных кластеров для замещения критического импорта. Кроме того, данные инструменты смогут обеспечить поддержку ОПК на весь срок проведения Специальной военной операции и для последующего укрепления оборонного потенциала нашей страны.

Создание специализированных фондов для проведения структурирования поможет в реализации плана по финансированию автоматизации и цифровизации производств. Создание индустриальных парков и инструментов субсидирования может также происходить через инструменты рассматриваемого вида финансирования. Кроме того, емкой для структурного финансирования отраслю, в связи с необходимостью сочетания частных и государственных источников финансирования, остается логистическая инфраструктура как для развития собственного производства, так и для движения параллельного импорта.

Идеи статьи выделяют потребность промышленности России в гибких и адаптивных подходах к финансированию региональных проектов промышленности. Потребность в грамотном сочетании источников финансирования ставит вопрос развития структурных способов организации финансирования на передний план [29].

Множество российских исследователей поднимают вопрос эффективности реализации проектов с помощью новых методов организации финансирования и применения сложных инструментов для оптимизации системы привлечения капитала на предприятии.

Продолжая анализ петербургского подхода к анализу развития промышленности на базе инструментов структурного финансирования, можно выделить работу Малянова Д.В. «Стратегический вектор развития промышленности в России: проектное управление и структурное финансирование». В рамках работы, исследователь также выражает

обеспокоенность дефицитом финансирования в условиях геополитического давления и подчеркивает важность проектного финансирования, особенно для долгосрочных проектов [67].

Ученый определяет основные методы проведения финансирования. Первым выделяется классический метод, основанный на будущих доходах проекта. Следующим описывается метод, предполагающий использование инструментов государственной поддержки (как частичной, так и включение в государственную программу). Кроме того, предлагаются методы, предполагающие сложные структурирование, а именно лизинг, факторинг и секьюритизация.

Важным исследованием в рамках данной работы является сравнение моделей проектного финансирования, в рамках основных характеристик, преимуществ и недостатков моделей.

Данный анализ, а также анализ барьеров развития помогает сделать вывод о том, что структурное финансирование является драйвером модернизации и импортозамещения. Однако, выражается важная мысль о необходимости адаптации международных практик к российским реалиям [55].

Данная информация позволяет сделать вывод, что для разных задач проектов подходят различные модели финансирования, например, для решения проблемы привлечения частных инвестиций подходит секьюритизация, тогда как для крупнейших инфраструктурных региональных проектов чаще необходима государственная поддержка. Кроме того, подтверждается необходимость внедрения скрининговых моделей, а также предлагаются варианты оценки и стандартизации, которые в дальнейшем будут включены в общую модель оценки.

Данные идеи находят отражение и в статьях Никоновой И.А. и Смирнова А.Б., которые высказываются о высокой важности государственного стимулирования для повышения конкурентоспособности [54].

Ветрова Е.Н. и Богачев В.Ф. кроме того, поддерживают идею того, что для раскрытия высокого потенциала отечественной экономики необходимо устранение технологических разрывов научно-технического развития. Одним из инструментов для быстрого финансирования отстающих отраслей как раз

является структурное финансирование, так как предлагает широкий перечень преимуществ [36].

Исследователи из Финансового университета города Москва, Тазихина Т.В., Косорукова И.В. и Мартынова В.С. в статье «Комбинированная массовая оценка региональных инвестиционных проектов» поднимают проблематику выбора наиболее привлекательных проектов в регионах для инвестиций из средств государственной поддержки. Ученые исследуют критерии и инструменты оценки проектов [91].

Таким образом, московские исследователи описывают, что современная конъюнктура предполагает ограниченные инвестиционные средства государства и рост роли государства в финансировании региональных проектов, что возводит в острую актуальность вопрос оценки проектов. Также, исследователи отмечают снижение потока частных инвестиций из-за сложившейся ситуации на рынке.

Основным методом, предлагаемым авторами, является скрининг больших массивов данных. Предлагается использование статистики и математического моделирования, а также набора стандартных критериев, включающих в себя сроки окупаемости, ресурсоемкость, а также социально-экономический эффект. Предлагается проведение декомпозиции критериев на подпоказатели, а также ранжирование проектов по уровню приоритетности для целей государственного развития [91].

В качестве специальных критериев оценки, предлагается введение экономической эффективности по влиянию на ВРП, бюджетной эффективности, социальной эффективности в рамках потенциала для создания новых рабочих мест и эффекта на показатель дохода населения. Кроме того, предполагается анализ экологической устойчивости.

В качестве источников данных предлагается использование существующих государственных платформ.

В итоге, авторы подчеркивают необходимость массовой оценки для отбора проектов и снижения субъективизма, а также унификации данных для сравнения проектов из разных отраслей. Идеи, выдвинутые исследователями, станут

составляющей системы структурного финансирования региональных проектов промышленности через сочетание скорости, объективности и гибкости оценок, что особенно актуально в рамках необходимости быстрого импортозамещения при анализе конкурирующих проектов.

Похожие мнения продемонстрированы и в другой работе исследователей из Финансового университета, где в статье «Скрининг-оценка региональных инвестиционных проектов для предоставления мер государственной финансовой поддержки», за авторством И.В. Косоруковой, О.В. Лосевой и М.А. Федотовой, также анализируется скрининг оценка проектов. В статье также актуальность объясняется необходимостью эффективного подбора проектов для минимизации рисков, связанных с не целевым расходованием бюджетных средств в современных условиях [41].

Комплексный анализ, для предоставления финансирования предлагается осуществлять по направлениям «Государство» (включая бюджетную эффективность, соответствие целям национального развития), «Партнер» (включая финансовую устойчивость, репутацию и соответствие принципам устойчивого развития) и «Проект» (включая экономическую, социальную и экологическую эффективность).

Статья предлагает подходы к весовой оценки критериев исходя из их важности. Кроме того, подчеркивается важность унификации данных и алгоритмизация процесса оценки проектов.

Подводя итог анализу статьи, можно сказать, что предложенная в статье методика оценки позволит внедрить аспекты оценки в создаваемую авторскую систему, позволяя ускорить отбор проектов, снизить риски не целевого расходования бюджета и увеличить поток частных инвестиций (о проблеме чего московские исследователи говорили в предыдущей статье) [41].

Таким образом, в рамках начала исследования, необходимо провести анализ самого понятия «структурное финансирование».

Фундаментально, само понятие структурного финансирования было заложено в восьмидесятых годах прошлого века Андрю Сильвером в ответ на

развитие рынка финансовых инструментов и вариантов финансирования предприятий. Таким образом, в работе «Rating Structured Securities» ученый определяет структурное финансирование как вариацию различных долговых обязательств, обеспечиваемых сторонней кредитной поддержкой или различными финансовыми активами [78].

При этом классическая интерпретация термина делает акцент на более узком поле возможностей структурного финансирования. Таким образом, основной фокус в таких определениях делается на ценных бумагах и операциях с ними, пулом ипотеки и на сделках секьюритизации.

При этом данная узкая трактовка в рамках развития процессов организации финансирования достаточно быстро потеряла актуальность и через короткое время была заменена более широкими определениями.

Таким образом, в середине двухтысячных годов американский ученый, широко известный работами по вопросам развития вопросов структурного финансирования, Френк Фабози в своей работе «Introduction to Structured Finance» говорит о том, что структурное финансирование кроме процессов «классического» спектра, а именно секьюритизации, также подразумевает работу с транзакциями, такими как кредитный лизинг и проектное финансирование, а также с облигациями. При этом в концепции американского ученого предполагается использование облигаций с экзотическими опционами [92].

На базе данного определения в основном строятся все современные концепции структурного финансирования, так данное определение помогает определить, что рассматриваемый термин комплексно включает чрезвычайно большой список продуктов и операций финансового рынка и является очень гибким понятием, и базово определяется как масштабный финансовый инструмент, существующий на рынке финансирования предприятий и их проектов.

При этом исходя из определения можно сказать, что в общем виде характеризуется использование таких операций при структурировании, как применение в сделке специально созданного юридического лица, в западных

трактовках называемого SPV (Special Purpose Vehicle) для обеспечения оптимальной структуры сделки для головного предприятия [39].

Исходя из анализа полученной при изучении теоретической базы вопроса структурного финансирования, в целом можно говорить об универсальном характере рассматриваемого инструмента. Из-за наличия чрезвычайно широкого перечня возможностей, структурное финансирование помогает предприятиям закрывать любые потребности в необходимом для реализации проектов виде. При этом, как и в любом другом вопросе, существует как широкий ряд преимуществ данного инструмента, так и ряд недостатков [57].

В рамках комплексного понимания вопроса, необходимо выявить слабые места рассматриваемого метода финансирования для дальнейшего подстраивания и совершенствования моделей структурирования.

Если говорить об иностранном опыте, то по мнению экспертов испанской инвестиционной ассоциации ESFC, к причинам быстрого развития структурного инвестиционного финансирования в США можно отнести следующее:

- Из-за высокой конкуренции и неопределенности рынка крупные инвесторы не хотят брать на себя высокие риски, поэтому предпочитают участвовать в финансировании с рациональным разделением рисков;

- Появление и развитие новых капиталоемких проектов, главным образом в ИТ-секторе США, которые требуют крупных активов и облегчают использование сложно структурированных схем финансирования;

- Все больше инвесторов стремятся избежать некоторых организационных сложностей при финансировании «сложных» (с позиции проводимой деятельности или организационной структуры) юридических лиц, выступающих в качестве заемщиков [79].

В таблице 2 ниже перечислены общие цели, характеристики и типичное использование структурного инвестиционного финансирования, по мнению западных исследователей.

Таблица 7 – Характеристика целей применения структурного финансирования

Цели	Кейсы применения	Характеристика
Снижение затрат на финансирование (приобретение активов)	Покупка бизнеса	Финансирование исходя из будущих денежных потоков инвестиционного проекта
Снижение конфликтов интересов между участниками инвестиционного проекта	Финансирование роста компании	Привлечение значительных финансовых ресурсов на гибких условиях
Оптимизация налоговой нагрузки для каждого из участников	Финансирование разработки и реализации новой бизнес-концепции (необходимость резкого «поворота» в развитии компании)	Каждый участник структурированного финансирования имеет особые экономические, правовые и налоговые параметры, которые требуют их координации с участием третьих лиц, не являющихся инвесторами
Повышение ликвидности инициатора, основателя бизнеса	Финансирование восстановления после кризиса	
	Реализация крупных инвестиционных проектов, особенно капиталоемких проектов с высоким риском и длительным сроком окупаемости	
	Финансирование внешнеторговых операций и секьюритизации	

Также, в рамках исследований ESFC говорится о том, что схема структурного финансирования включает в себя значительный пул процессов.

Так, например, секьюритизация представляет из себя финансовую практика, при которой различные финансовые активы собираются в так называемые пулы, продажа каждого из которых приносит в проект небольшую сумму средств [34].

Нельзя не отметить и такой часто применяемый механизм как траншинг, представляющий собой процесс выпуска определенных классов облигаций с различной степенью риска и сроком погашения.

Часто применяется модификация кредитного портфеля в рамках подходов к улучшению кредитного портфеля структурного финансирования или некоторых

структурных финансовых продуктов, осуществляемые посредством субординации кредитов. Кроме того, для составления кредитных рейтингов необходимо участие кредитных агентств [79].

С позиции западного опыта, схемы структурированного инвестиционного финансирования могут принимать различные формы. Например, правительство США может участвовать в структурированном финансировании в качестве партнера и регулятора, но, тем не менее, эта инвестиционная схема действует на чисто рыночной основе [58].

Кредитно-рейтинговые агентства являются важными участниками структурного финансирования, без которых этот процесс не может быть организован. Они играют свою экспертную роль в инициировании структурного финансирования, выполняя задачи оценки кредитного риска компании-инициатора проекта, потенциальных рисков инвестиционного проекта, который будет финансироваться с помощью инструментов структурного финансирования, структуры финансируемого бизнеса, включая структуру активов, продуктов и финансовой отчетности, и потенциального риска других участников схемы структурированного финансирования, включая инвесторов [140].

Специальная проектная компания, также известная под аббревиатурами SPV/SPE, представляет собой юридически независимую компанию, которая создается только для определенной цели, и после завершения проекта эта компания ликвидируется.

Обычно она создается участниками для реализации крупного проекта. Определение проектной компании варьируется от страны к стране, что не мешает ее использовать для крупных проектов в России, США и по всему миру.

Чаще всего проектная компания создается в форме дочерней компании, которая является самостоятельным юридическим лицом. Учитывая особую финансовую роль в проекте, SPV обычно имеет форму общества с ограниченной ответственностью, но его организационная структура зависит от законодательных требований принимающей страны. Наиболее подходящими юрисдикциями для

SPV считаются страны с более легкими налоговыми режимами и прозрачным инвестиционным законодательством.

Причины образования SPV в рамках структурного финансирования сводятся к значительному ограничению доступа кредиторов к активам инвесторов (финансирование с ограниченным правом обращения), внебалансовому финансированию, позволяющему компании-инициатору отделить задолженность по проекту от собственной финансовой отчетности и поддерживать высокую кредитоспособность. Кроме того, SPV позволяет обеспечить надежную защиту инвестиционного проекта от негативных последствий банкротства компании-инициатора. Наконец, важным участником схемы является гарант, которым обычно является авторитетное финансовое учреждение, например, крупный банк [125].

Этот участник структурного финансирования предоставляют гарантию на случай, если предприятие не сможет выполнить свои обязательства. Правильный выбор партнеров, а также профессиональное юридическое оформление схемы значительно повышают шансы на успешное финансирование. При этом важно отметить, что концепция секьюритизации используется участниками структурного финансирования для создания пула активов, который, в свою очередь, будет использоваться на следующем этапе для создания нового «окончательного» финансового инструмента [57].

Обычно эти различные виды кредитов объединяются в единый кредит. Важно отметить, что это отражается в балансе (при этом отличительной особенностью является то, что секьюритизация не меняет структуру капитала компании) и выступает в качестве внебалансового финансирования.

На основе консолидированного кредита выпускаются новые ценные бумаги, которые предлагаются широкому кругу инвесторов, поскольку конечной целью секьюритизации является поиск финансовых ресурсов. Преимущества и недостатки секьюритизации суммированы в таблице 3 ниже.

Таблица 8 – Преимущества и недостатки секьюритизации

Преимущества секьюритизации	Недостатки секьюритизации
-----------------------------	---------------------------

Обеспечивается более эффективное использование капитала компании	Возможности инвесторов контролировать и управлять риском собственных инвестиций ограничены, поэтому они не могут сформулировать адекватные требования к ожидаемой доходности
Секьюритизация снижает концентрацию кредитных рисков (концентрацию крупных кредитов в компаниях)	При трансформации одного вида ценных бумаг (активов) в другой вид путем секьюритизации через нескольких инвесторов отношения между эмитентом и инвестором нарушаются. Это часто приводит к недооценке рисков, а также несоблюдению стандартов выпуска ценных бумаг в некоторых странах.
Секьюритизация помогает привлечь более дешевые ресурсы, что особенно актуально для предприятий с низким рейтингом	Ценные бумаги учитываются как внебалансовые активы, поэтому формально структуру капитала они не меняют, но на практике меняют. Это искажает имидж, влияет на оценку кредитного риска эмитента и вводит в заблуждение кредитные агентства при оценке кредитного рейтинга.
Альтернативные инвестиции, инвесторы которых ищут новые возможности для достижения своих целей	Кредитный пул состоит из кредитов, которые имеют разные характеристики, причем каждый кредит меняется по-разному с течением времени. Это значительно усложняет управление этим пулом.
Секьюритизация позволяет лучше управлять проектными рисками, процентными ставками и ликвидностью предприятий	
За счет секьюритизации достигается лучшее распределение риска между участниками проекта	
Достигается диверсификация инвесторов	

Если, в свою очередь, говорить о проектном финансировании как подразделе вопроса структурного финансирования, то наиболее важные преимущества проектного финансирования, то можно выделить такие пункты как широкий круг потенциальных инвесторов и улучшение структуры финансовой отчетности инвесторов в результате участия в проектах.

Кроме того, активы созданного SPV и его денежные потоки гораздо легче анализировать, они более прозрачны, а мониторинг связан с меньшим количеством бюрократических проблем по сравнению с классическим кредитованием. Это позволяет проводить более тонкую настройку последующих траншей финансирования, а также контролировать исполнение проектов.

Немаловажным фактором является и то, что ожидаемые денежные потоки более предсказуемы, поскольку компании заранее заключают контракты с поставщиками и потребителями. Таким образом, создаются новые возможности для реализации проектов в неблагоприятных условиях (например, во время политического и экономического кризиса, при нехватке внутренних ресурсов компании и т.д.) [79].

Ниже в таблице 4 представлены наиболее важные аспекты предоставляемых преимуществ и недостатков, влияющих на финансовое положение компании, в рамках проектов, связанных с использованием структурного финансирования для целей привлечения капитала.

Таблица 9 – Преимущества и недостатки использования структурного финансирования предприятиями

Преимущества	Недостатки
Доступ к новым группам инвесторов	Сложный механизм функционирования структурированных инструментов
Гибкая структура капитала	Необходимость привлечения финансовых консультантов и организаций, распространяющих инструменты
Согласование денежных потоков, связанных с обслуживанием долга, с денежными средствами, полученными от операционной деятельности компании	Конкуренция за инвесторов со стороны финансовых институтов с опытом структурного финансирования
Удобное сочетание деятельности по привлечению капитала с управлением рисками	Отсутствие единых нормативных стандартов
Эффект синергии для снижения транзакционных издержек	Риск неэффективного выпуска облигаций
	Риск ликвидности

Можно вывести, что структурное финансирование из-за наличия значительного числа инструментов, предлагает предприятиям и инвесторам намного большую гибкость при формировании структуры инвестиционных потоков и собственного капитала. При этом, для регулирования рисков, связанных с применением данных инструментов, необходима грамотная настройка на этапах структурирования [89].

Структурное финансирование представляет собой набор сложных транзакций, предлагаемых в целях финансирования. В некоторых случаях

финансовое учреждение может использовать эти инструменты, чтобы помочь увеличить использование предприятиями акционерного финансирования. Несколько распространенных типов вариантов структурированного финансирования включают обеспеченные облигации или долговые обязательства, а также другие вариации синдицированного кредита. Плюсами этих вариантов финансирования может быть возможность объединить как хорошие, так и плохие кредиты и получить более высокую прибыль за более рискованные инвестиции. Минусы включают повышенный риск и возможность обесценивания обязательств, особенно во время экономических спадов [138].

Предприятиям часто требуются различные виды финансирования для решения многих задач управления организацией. Структурированное финансирование позволяет компании создавать долговые или облигационные обязательства из кредитов, которые инвесторы могут приобрести в качестве финансовых инвестиций. Эти финансовые ценные бумаги распространены в ипотечной индустрии, где кредитор помещает несколько ипотечных кредитов в одну секьюритизированную инвестицию. Инвесторы могут извлечь выгоду из этих инструментов, потому что хорошие кредиты, то есть те, которые наиболее безопасны в платежах от заемщиков, компенсируют более рискованные кредиты. Еще одним плюсом этих финансовых инструментов является возможность получения более высокой прибыли.

Инвестиции в покупку связаны с финансовой отдачей. Одной из проблем индивидуальных инвесторов является их неспособность получать наилучшие или самые высокие финансовые доходы без использования больших объемов капитала. Обеспеченные облигациями или долговыми обязательствами могут предложить индивидуальным инвесторам лучшие возможности для получения более высоких финансовых доходов. Во многих случаях эти варианты структурированного финансирования позволяют группам инвесторов приобретать эти инструменты вместе. Тогда каждый инвестор имеет возможность получить более высокую финансовую прибыль от объединенных средств в этих секьюритизированных инструментах [35].

Одним из недостатков инвестиций в структурированное финансирование является повышенный риск, связанный с облигациями или долговыми обязательствами, выпущенными компанией, предоставляющей финансовые услуги. Например, варианты, обеспеченные ипотекой, могут быть рискованными, когда отдельные ипотечные кредиты оказываются дефолтными. Фирмы финансовых услуг в этом случае не могут выплачивать инвесторам какую-либо финансовую прибыль, поскольку от держателей ипотечных кредитов не поступают средства. На самом деле это два недостатка структурированного финансирования, объединенные в одну крупную инвестицию. Самыми рискованными инвестициями среди них часто являются те обеспеченные инструменты, которые имеют самые рискованные кредиты в общей сумме инвестиций. [78]

Инвесторы также должны знать рейтинг финансового учреждения при покупке опционов структурированного финансирования. Например, те учреждения с более низкими рейтингами, как правило, имеют повышенный риск по своим облигациям. Инвесторы могут не захотеть использовать эти обеспеченные инструменты, поскольку риск уже находится на переднем плане.

В итоге можно сказать, что структурное финансирование на западе способствует значительному росту бизнеса, а после начала работы в рамках данных проектов, каждая компания переходит в фазу роста.

Менеджеры и владельцы могут ускорить этот этап, привлекая дополнительное финансирование с помощью инновационных моделей структурного финансирования.

Фаза роста начинается тогда, когда компания хорошо зарекомендовала себя как на внутреннем, так и на внешнем рынке. На этом этапе бизнес уже оптимизировал затраты, генерируя высокую прибыль и положительные денежные потоки. Этого также можно достичь посредством профессионального управления краткосрочной задолженностью и обязательствами.

В такой финансовой ситуации компания имеет достаточную ликвидность, чтобы ставить перед собой более высокие цели роста.

Обычно более высокие темпы роста не могут быть достигнуты за счет внутренних ресурсов, а благоприятная финансовая ситуация позволяет привлекать инвесторов на более выгодных условиях, в том числе с использованием инновационных механизмов структурного финансирования.

Потенциальные инвесторы должны иметь определенные критерии или ориентиры, которые помогут им принять решение об инвестировании в компанию, находящуюся на этапе роста [78].

Модели структурного финансирования могут успешно использоваться бизнесом в кейсах расширения и роста компании, внедрение инновационных решений в различных сферах деятельности, изменение структуры собственников компании, а также для кардинального изменения сферы деятельности и структуры производства [91].

В итоге можно сказать, что структурное финансирование является чрезвычайно полезным инструментом в рамках организации финансирования региональных проектов промышленности, что является отличной базой для дальнейшего развития данного вопроса в рамках повышения эффективности проведения финансирования.

1.2. Организационные основы и регулирование структурного финансирования в контексте стратегических задач промышленных предприятий России

На данный момент одной из наиболее значимых проблем в рамках современного рынка структурных кредитов является сложность в выстраивании оптимальной структуры организации.

Часто, именно выбранная во время начала структурирования организационная структура является одной из наиболее значимых причин успеха или провала дальнейшего процесса финансирования.

При этом, до недавнего времени, значимую часть усилий по созданию данных структур брали на себя иностранные финансовые институты, базируясь на своем значительном опыте организации подобных видов финансирования предприятий. Однако из-за санкционного давления, «старые» организаторы были

вынуждены покинуть российский рынок, уступив место отечественным финансовым институтам. Поэтому на данный момент, спецификой отечественного рынка структурного финансирования предприятий является то, что часто заемщики являются более квалифицированными участниками рынка, чем кредиторы. Данная особенность не является положительной чертой рынка, но ее необходимо учитывать в рамках разработки оптимальной структуры финансирования региональных проектов промышленности [57].

Адаптируя иностранные практики, исследователи в рамках изучения различных видов кредитов рассматривают наиболее популярные варианты структурного финансирования крупных проектов в нашей стране, а именно синдицированное финансирование, и определяет синдицированный кредит как форму отношений, закрепленную единым кредитным соглашением, в рамках выдачи кредитов, которая организуется при участии в роли кредиторов нескольких банков и одного заемщика.

Кроме того, выделяется три основных вида структурных кредитов, а именно:

- индивидуально инициированный, схема на рисунке 1, подразумевающий организацию кредитных отношений между одним банком и заемщиком и последующую переуступку прав по кредиту другим банкам в рамках заключенного соглашения;

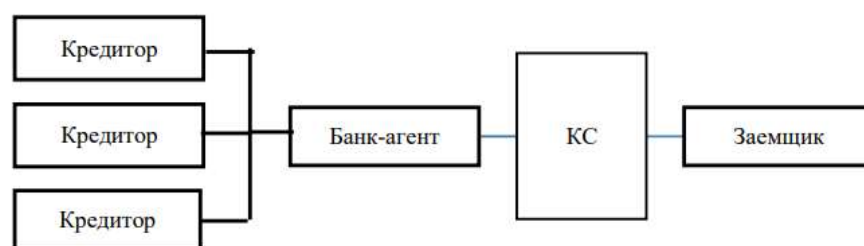


Рисунок 1 - Схема индивидуально инициированного финансирования (Источник: разработано автором на основании изученного материала)

- совместно инициированный, схема на рисунке 2, который представляет собой объединенные единым соглашением отдельные кредиты, предоставляемые несколькими кредиторами одному заемщику;

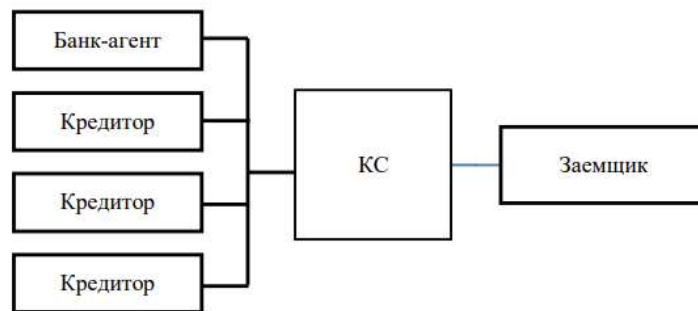


Рисунок 2 - Схема совместно инициированного финансирования (Источник: разработано автором на основании изученного материала)

- кредит без определения долей, схема на рисунке 3, который банк организатор предоставляет заемщику от своего имени, одновременно заключая договоры на предоставление в целях кредитования заёмщика денежных средств с другими кредиторами.

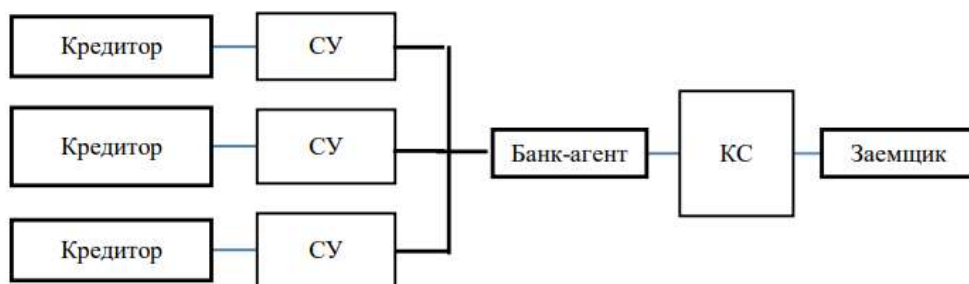


Рисунок 3 - Схема финансирования без определения долей (Источник: разработано автором на основании изученного материала)

Основными предпосылками для активного развития именно таких схем долгое время являлась глобализация, которая на протяжении долгого времени происходила в различных аспектах финансовых рынков. Кроме того, активная интеграция финансовых институтов из разных стран на единых площадках также способствовала ускорению развития схем.

Отмечается тот факт, что на рынке постепенно снижается роль банков как основных инвесторов, вместе с чем возрастает роль самостоятельного использования предприятиями инструментов рынка ценных бумаг. В рамках изучения юридических аспектов данного вопроса, она выдвигает утверждение о том, что именно кредитные соглашения, которые переходят в форму ценных бумаг на данный момент являются наиболее интересным инструментом для

потенциальных инвесторов. Кроме того, отмечается увеличение роли андеррайтинга при структурном финансировании. Данные механизмы позволяют регулировать кредитный риск, из-за чего повышают привлекательность рассматриваемого вида финансирования региональных проектов промышленности и открывает перед предприятиями новые способы получения финансирования в рамках увлечения стоимости традиционных методов финансирования, получаемых от классических кредитных финансовых институтов [89].

Особенно актуальны заключения исследователей, обозначенные до начала санкционного давления на нашу страну, для современного периода, когда из-за ограниченности ресурсов, инструменты рынка ценных бумаг являются часто единственным возможным вариантом получения финансирования для многих предприятий.

При этом, несмотря на то что перечисленные выше схемы описывают процессы только одного из видов структурного финансирования, они являются также широко используемыми и для других подвидов структурного финансирования. При этом стоит отметить, что именно синдицированное финансирование в частности является одним из наиболее частых вариантов применения структурного финансирования как в Европе, так и в нашей стране. Поэтому базово данные схемы комплексно описывают происходящие на рынке структурного финансирования процессы организации [75].

Анализ способов организации структурного финансирования в основном сводится к изучению стандартной документации LMA и выявлению основных стандартных способов организации процесса структурирования. При этом западные форматы в основном учитывают использование только частных инвестиций, без применения мер государственного субсидирования.

Если рассматривать такую составляющую структурного финансирования как секьюритизация, то исходя из особенностей структурного инвестиционного финансирования в США, финансовые эксперты выделяют определенную структуру секьюритизации [89].

На первом этапе передачи пула, инициатор предоставляет определенные активы для финансирования проекта. Он стремится увеличить свой капитал или реструктуризировать свой долг, считая, что финансы компании должны быть лучше структурированы и отрегулированы с юридической и экономической точки зрения.

Существует практика передачи активов специальной проектной компании (SPV) для защиты активов в случае финансовой несостоятельности. В основном это делается тремя способами. Инициатор может продать активы проектной компании, может финансировать созданную для этой цели компанию или может привлечь финансирование частично за счет продажи активов, частично за счет вливания собственных средств.

Второй этап заключается в выпуске ценных бумаг, которые могут быть предложены инвесторам, при этом может быть привлечено инвестиционное агентство.

Третий этап включает в себя стратегию повышения кредитоспособности.

В рамках этой стратегии выпускаются ценные бумаги, имеющие более высокий рейтинг, чем исходный, и обычно делятся на классы или транши. Транши имеют различное подчинение друг другу. Ценные бумаги каждого класса имеют разные требования к риску и кредитоспособности. Дополнительные инструменты могут использоваться компаниями для повышения кредитоспособности. Также может быть создан резервный фонд для повышения класса определенных ценных бумаг [78].

Четвертый этап связан с реализацией различных процедур, связанных с процессом секьюритизации.

Процедуры и услуги, связанные с платежами, а также услуги, связанные с мониторингом всех видов активов, включенных в сделку, также выполняются профессиональной финансовой командой, которая отслеживает риск неисполнения обязательств.

Пятым этапом является погашение долга, которое может производиться единовременно в определенный момент (что редко применяется на практике) или

распределения платежей на определенный период в зависимости от прогнозируемых денежных потоков конкретного инвестиционного проекта предприятия.

Шестой этап включает в себя оценку различных структурных рисков, стимулов и выгод и проводится с целью совершенствования ключевых финансовых механизмов на будущее.

Если же рассматривать проектное финансирование как вариант реализации структурного финансирования, то можно определить его основную модель следующим образом.

Создание специализированной проектной компании не всегда является необходимостью для проекта, но обеспечивает юридическую и экономическую независимость проекта.

Этот вариант считается важным при организации проектного финансирования в США, поскольку дает ряд организационных, финансовых и налоговых преимуществ.

Ниже перечислим участников проектного финансирования, определяющих выбор той или иной модели.

Спонсоры (инициаторы) несут ответственность за планирование и развитие инвестиционного проекта. Качество компаний-спонсоров имеет решающее значение для принятия решений остальными участниками, особенно банками и другими кредиторами. Спонсорами являются частные и институциональные инвесторы.

Спонсоры выполняют различные функции на разных стадиях проекта. На ранних стадиях проекта спонсоры обычно вносят от 20% до 50% стоимости проекта, в зависимости от профиля риска. Модели структурного финансирования в США сокращают первоначальные инвестиции инициатора проекта до 10% от стоимости проекта, что значительно облегчает реализацию бизнес-идеи молодым компаниям с ограниченными активами.

Каждый тип предоставляемого капитала, например, банковский, капитал инвестиционных фондов или капитал, полученный с фондового рынка, имеет

уникальные характеристики, включая срок погашения, процентную ставку, график погашения долга, обеспечение, участие поставщика капитала в проекте и другие. При проектном финансировании крайне важно распределять внешних поставщиков финансовых ресурсов в соответствии с их условиями.

Источники финансирования можно разделить на следующие группы:

- Субординированные кредиты;
- Мезонинное финансирование;
- «Старшие» кредиты.

Правительственные учреждения в США также активно участвуют в проектном финансировании. Помимо финансирования, они могут предоставлять конкретные гарантии, инвестиционные льготы, налоговые льготы или другие стимулы, направленные на реализацию инвестиционных проектов в стратегических сферах [78].

Оператор или подрядчик несет ответственность за строительство и ввод объекта в эксплуатацию для достижения необходимого денежного потока по проекту. Это, если и не гарантируется спонсорами, осуществляется посредством специальных контрактов на управление бизнес-операциями.

Оператор также несет ответственность за техническое обслуживание и безопасность объектов проекта [84].

Продажа продуктов (энергии) или услуг, произведенных в рамках проекта, имеет решающее значение для обеспечения достаточных денежных потоков для обслуживания долговых обязательств SPV. Для этого клиенты и поставщики должны быть заранее связаны контрактами.

Страховщики чаще всего выступают в роли экспортно-кредитного агентства, которое покрывает политические риски для спонсоров и учредителей, экономические и политические риски для экспортных поставок, а также риски финансирования проектной компании и т.д..

Профессиональные консультанты осуществляют финансовый, юридический, технический и другие виды надзора за деятельностью проектной компании и различными элементами проектного финансирования [78].

Другими участниками схемы проектного финансирования в США могут быть транспортные компании, рейтинговые агентства и т.д.

Общей чертой структурированных продуктов является встроенный производный инструмент, обычно опционы и фьючерсы.

Производные инструменты, включенные в схемы структурированного финансирования, могут основываться на различных показателях, включая внутренние и зарубежные фондовые индексы, обменные курсы, валютные корзины, цены на акции и облигации конкретных компаний или секторов, цены на природные ресурсы и процентные ставки.

Эти инструменты могут использоваться индивидуально или в различных комбинациях, создавая основу для гибридных финансовых продуктов по нескольким классам активов. Дополнительная защита инвестиций – важнейшее преимущество структурированных продуктов для инвестора [78].

Отдельные инструменты могут различаться по уровню защиты: от 100% гарантии до частичной защиты. Некоторые структурированные продукты предлагают гарантию минимальной нормы прибыли. Однако стоит иметь в виду, что более высокая гарантия означает меньшую отдачу от инвестиций.

Эффективность каждого структурированного инструмента определяется методом, используемым для расчета окончательного вознаграждения.

В этой области используются различные решения: от относительно простых и легко интерпретируемых до сложных формул со многими переменными [106].

Наиболее часто используемые формулы выплаты включают в себя различные вариации. Европейские опционы представляют из себя формулу, где результат зависит от стоимости базового инструмента на момент погашения структурного продукта. Азиатские опционы являют собой формулу, где результат зависит от средней стоимости базового продукта за срок действия структурированного инструмента. Опции ретроспективного анализа дают результат, который зависит от разницы между максимальной стоимостью базового инструмента и его начальной стоимостью. Также, одной из формул является вариант опережающего результата, при котором выплата во многом

зависит от разницы между доходностью одного инструмента и доходностью другого инструмента [90].

Еще одной особенностью структурных финансовых продуктов, определяющей норму прибыли, является уровень участия, который определяет долю инвестора в прибыли.

Если коэффициент участия меньше 1, считается, что инвестор несет меньший риск.

Уровень участия зависит от множества факторов, включающих в себя объем задействованного финансирования, ценовые условия покупки конкретных опций, инвестиционная политика эмитента финансового продукта, стоимости активов, которые служат залогом по долгу, наличия гарантии возврата и срока инвестирования [78].

Можно вывести, что чем выше сумма, полученная компанией, тем ниже уровень безопасности вложенных средств, кроме того, чем дольше срок инвестирования, тем выше может быть уровень участия.

Еще одной характеристикой структурного финансирования является широкий диапазон сроков инвестирования, которые могут варьироваться от нескольких месяцев до нескольких лет.

Существуют также схемы, при которых инвестор может завершить инвестиционную деятельность досрочно, если будет достигнута определенная норма доходности или возникнут обстоятельства, предусмотренные условиями договора [25].

Минимальная сумма инвестиций для структурного финансирования значительно варьируется. Есть продукты с низкой номинальной стоимостью, ориентированные на широкий круг частных инвесторов, а есть инструменты с высокой стоимостью, ориентированные на состоятельных инвесторов, фонды и компании.

Структурированные инструменты также можно классифицировать по их способности генерировать денежные потоки для инвесторов [78].

Существуют инструменты, которые обеспечивают регулярные денежные потоки в течение инвестиционного периода, а также те, которые приносят доход только в конце инвестиционного периода.

Независимо от выбора схемы структурного финансирования, такие финансовые инновации представляют собой многообещающие возможности на рынке капитала, будучи легко адаптируемыми к ожиданиям инвесторов и потребностям крупного бизнеса.

У них также есть дополнительное преимущество, заключающееся в обеспечении защиты капитала и возможности инвестировать в рынки и инструменты, к которым трудно получить прямой доступ по ряду причин. Объединение нескольких финансовых инструментов в один комбинированный продукт также позволяет снизить транзакционные издержки, которые в основном несет инвестор [78].

Растущий интерес к структурным продуктам побуждает многие нефинансовые корпорации рассматривать возможность использования этой группы финансовых инноваций для привлечения источников финансирования своей деятельности, в том числе крупных долгосрочных проектов.

Структурные продукты, выпускаемые корпорациями, представляют собой сложные финансовые инструменты, в которых эмитент обязуется выплатить инвестору при наступлении срока погашения определенную сумму в зависимости от уровня выбранного параметра на основе заранее определенной формулы выплаты.

Корпоративные структурные продукты характеризуются тем, что, как и в случае с традиционными финансовыми инструментами, они остаются частью структуры капитала компании-эмитента. Их второй характеристикой является то, что они гибки в способах генерации денежных потоков и адаптируются к потребностям эмитента с точки зрения выбора приемлемого диапазона риска и нормы доходности [89].

Корпоративные финансовые продукты обычно подразделяются на структурные долговые инструменты (векселя или структурные облигации) и так называемые гибридные инструменты.

Гибридные финансовые инструменты предназначены для одновременного использования преимуществ долевых и долговых инструментов. Особым типом гибрида являются конвертируемые продукты, способные конвертировать заемные средства в обыкновенные или специальные долевые инструменты.

Гибридный инструмент объединяет несколько компонентов капитала компании-эмитента. Некоторые гибридные инструменты также могут содержать в своей структуре деривативы, но они будут относиться к другим продуктам того же эмитента. Прибыль инвесторов от гибридных инструментов зависит от изменений одной или нескольких переменных, находящихся вне контроля эмитента, таких как колебания обменных курсов или цен на сырьевые товары.

В итоге, процесс организации структурного инвестиционного финансирования в США можно разделить на множество этапов [78].

Первым и основным этапом является организация процесса финансирования с точки зрения согласия участников на проведения операции. Следующим этапом происходит выпуск ценных бумаг для обеспечения первоначального финансирования инициатором проекта. Далее осуществляется выбор кредитно-рейтингового агентства для оценки рейтинга потенциальных партнеров, инвесторов и других участников. Немаловажным этапом является подбор наиболее подходящих участников инвестиционного проекта по кредитному рейтингу и другим параметрам. После завершения предыдущей стадии, происходит передача средств инвесторами для участия в специальной проектной компании и покупка дополнительных активов SPV.

После реализации подготовительных этапов, начинается управление приобретенными активами в соответствии с целями инвестиционного проекта и его реализация с исполнением промежуточной отчетности о результатах управления активами. В следствие реализации предыдущих ступеней начинается генерация денежных потоков для обслуживания долга [47].

По итогам проведенного анализа можно сказать, что в нашей стране структурное финансирование во многом является партнерскими проектами, где предприятия и государство в сотрудничестве ориентируются на импортозамещение и развитие сырьевого сектора экономики. При этом сами механизмы координируются крупными государственными банками. В это время, западная модель по своей сути является рыночным механизмом, используемым для повышения эффективности деятельности компании и ее стоимости. Кроме того, управление финансовыми потоками остается на стороне частных институциональных инвесторов и инвестиционных банков. Подробный анализ представлен в таблице 1.

Таблица 10 - Сравнение моделей структурирования в России и в западных странах

Критерий	Модель РФ	Западная модель
Главный инициатор и цель	Государство Целью является импортозамещение, развитие отдельных отраслей и поддержка системообразующих предприятий	Частный бизнес Целью является максимизация стоимости компании, повышение эффективности, финансирование сделок слияния и поглощения
Основные источники финансирования	Крупные государственные банки и бюджетные средства	Инвестиционные банки, институциональные инвесторы, публичный рынок капитала.
Роль государства	Выполняет роль основного организатора, координатора, донора капитала и регулятора	Государство создает правила деятельности, но не является главным инвестором или инициатором сделок
Структура сделок	Простая, часто используется финансирование с господдержкой, сложные структурные продукты используются редко	Сложная, активно используются производные финансовые инструменты, секьюритизация активов и многоуровневое долговое финансирование
Отраслевой фокус	Добывающая промышленность, ВПК, транспортная и сельскохозяйственная техника, инфраструктура	Диверсифицирован по отраслям
Правовая среда и	Высокие политические и	Относительно стабильная

риски	регуляторные риски, правовая среда развито слабо, кроме того, присутствует низкая ликвидность рынка	правовая система, в совокупности с высокой защитой прав кредиторов и инвесторов, а также глубоким и ликвидным рынком капитала
-------	---	---

В итоге можно сказать, что при наличии стремления к развитию финансовой системы нашей страны в направлении структурного финансирования, необходимы качественные изменения правовой системы, развитие вторичного рынка, развитие компетенций инвесторов и предприятий в области сложных финансовых инструментов, а также дополнительные гарантии защиты прав инвесторов.

Кроме того, можно рассмотреть выпуск привязанных к различным базовым активам или индексам облигаций (возможны варианты совместного использования).

Все эти операции, проводимые предприятием при разработке и структурировании сделки, служат цели снижения или полного снятия риска банкротства предприятия, путем разрыва связи материнской компании с эмитируемыми финансовыми активами. При этом, при использовании структурного финансирования, головная компания цепочки также упрощает для себя сам процесс выхода на рынки ценных бумаг и капитала [58].

Все вышеперечисленное помогает вывести наиболее ценное свойство рассматриваемого вида финансирования, а именно снижение рисков предприятия и сокращение его издержек на проведения проекта. При этом можно отметить, что развитие инструментов финансового рынка в значительной мере способствует дальнейшему сокращению стоимости проводимых операций.

При этом, качественная организация структурирования дает возможность при помощи гибкого набора инструментов удовлетворять уникальные кейсы, запрашиваемые предприятиями. Данная особенность также в значительной мере влияет на применимость структурного финансирования региональных проектов

промышленности, так как помогает в построении оптимальной структуры реализации [127].

Так, в общем виде, можно заключить, что, сходя из классического определения структурного финансирования, данный термин подразделяется на шесть основных составляющих, а именно:

- Кредитные ноты (гибридные и простые), а также другие гибридные продукты;
- Секьюритизацию трех основных типов, обеспеченных долговыми обязательствами, ценными бумагами и активами;
- Проектное финансирование;
- Различные кредитные деривативы, а именно на опционы (на кредитный спрэд) и на свопы (кредитно-дефолтные, на совокупный доход);
- Лизинг (в основном кредитный);
- Различные структурированные ноты.

В итоге с помощью всех своих составных частей, структурное финансирование закрывает потребности практически любого проекта.

Можно также сказать, что рассмотрение и развитие каждого понятия, включенного в понятие структурного финансирования является вкладом в развитие общего понятия, поэтому в рамках работы также будут рассматриваться составные части данного вопроса в рамках повышения эффективности работы с данным инструментом [75].

Для понимания общих принципов структурного финансирования можно также обратиться к исследованию Всемирного Банка, в котором также обосновываются преимущества использования данного продукта в рамках работы в различных секторах рынка, в том числе и на рынке региональных проектов промышленности.

Данное исследование помогает понять основные принципы структурированного финансирования, понять некоторые проблемы, с которыми сталкиваются поставщики услуг при доступе к частному финансированию и

понять основные механизмы и риски, связанные со структурным финансированием.

Структурное финансирование снижает риск для кредитора, что приводит к снижению процентных ставок и к увлечению сроков погашения.

Предварительные условия включают надежные и устойчивые денежные потоки, политическую стабильность, рентабельные проекты и благоприятное законодательство. При подобном виде финансирования используются меры по снижению рисков для дальнейшего снижения риска кредитования.

Исследование Всемирного Банка также отвечает на вопрос зачем использовать структурированное финансирование. В первую очередь потому, что кредитование под залог часто не является приемлемым вариантом для многих проектов.

Структурное финансирование заключается в поиске необходимого сочетания источников доходов для привлечения коммерческих кредиторов в сочетании с пакетом мер по повышению кредитоспособности для снижения рисков и, в конечном итоге, минимизации стоимости заимствований.

Исследователи Всемирного Банка заявляют, что структурное финансирование - это прежде всего управление рисками. Выявление и, если это возможно, количественная оценка рисков для всех заинтересованных сторон. Данная трактовка основного смысла произведения структурирования является чрезвычайно важной для комплексного понимания основной смысловой нагрузки произведения подобного типа финансирования региональных проектов промышленности [101].

Также, в данном исследовании дается объяснение структурного финансирования как явления финансового рынка. Обычно коммерческие финансовые институты или выдают кредиты, обеспеченные залогом, или под конкретные проекты, которые генерируют денежные средства для погашения кредита - в обоих случаях кредитор может рассчитывать на залог или проект как на гарантию того, что кредит будет погашен.

Когда такие варианты недоступны, кредиторы должны взять на себя обязательство предоставлять кредиты на основе денежного потока организации и полагаться на механизмы повышения кредитного качества для снижения своих рисков.

Поскольку у поставщиков услуг нет активов, которые можно было бы использовать в качестве залога, кредиторы должны структурировать финансирование так, чтобы обеспечить необходимый капитал при разумном уровне риска.

Структурное финансирование, по мнению исследователей Всемирного Банка, было создано для компаний с неликвидными активами, но надежными денежными потоками, основанными на истории выплат. Структурное финансирование позволяет предприятиям занимать средства, используя свои денежные потоки в качестве обеспечения, не используя свои физические активы в качестве обеспечения. Преимущество структурного финансирования заключается в том, что предприятие может использовать свои ликвидные активы, полученные из своей неликвидной инфраструктуры, в качестве альтернативного источника финансирования [78].

Структурное финансирование может состоять из индивидуального пакета финансирования от финансовых институтов к предприятию. Она включает в себя финансирование существующих или будущих идентифицируемых денежных потоков с ограниченным регрессом к компании. Структурированное финансирование может включать в себя различные типы фондов – «старший» и/или «младший» долг и собственный капитал, при этом подобный тип финансирования может обладать большей гибкостью в отношении процентных ставок и сроков погашения, чем стандартный банковский кредит.

Кредитоспособный заемщик выигрывает в рамках данной парадигмы из-за «большей справедливости» и более высокого уровня финансирования, предоставляемого правительством в форме:

- Основной капитал и не распределенная прибыль;

- «Младший» долг;
- Субсидии и другие гранты;

Причина, по которой долг структурируется, заключается в повышении жизнеспособности кредита для всех заинтересованных сторон, однако заинтересованные стороны могут иметь разные планы в структурировании [134].

Из-за этого, управление рисками является ключевым элементом структурированного финансирования.

Каждая заинтересованная сторона, заемщик, правительство и кредиторы, имеют возможность избежать, принять или разделить риск при структурировании долга.

Структурное финансирование можно увидеть в кредитовании под залог активов и крупных инфраструктурных проектах, которые передают риск с помощью юридических и институциональных структур например, компаний специального назначения (SPV) [137].

Однако некоторые предприятия могут также использовать структурное финансирование с коммерческими банками и/или другими частными финансовыми институтами путем использования структурных облигаций с обязательством погашения средств, принадлежащих независимой организации.

В данном исследовании также даются пояснения многим составным частям процесса структурирования.

Так, например, компания специального назначения определяется как юридическое лицо, созданное спонсорами для реализации проекта – это организация (компания или траст), выступающая заемщиком по проекту и осуществляющая закупку работ, товаров и услуг.

Облигация со структурированными обязательствами – конкретные источники дохода заемщика или чистый денежный поток закладываются и используются для погашения долга. К обязательству могут быть добавлены повышения кредитного качества.

Облигации с общими обязательствами, обеспеченные полной верой и кредитом правительства/предприятий, доходы от обслуживания долга поступают из общего фонда.

«Старший» долг, предоставляемый кредиторами, обычно образует крупнейший источник финансирования SPV (траста/компании).

Акционерный капитал – гранты от правительства или взносы акционеров.

«Младший» (мезонинный) долг - занимает место между «старшим» долгом и собственным капиталом с точки зрения требований к доходам SPV.

В итоге анализа работ Всемирного Банка, можно сказать, что структурированное финансирование заключается в поиске необходимого сочетания источников доходов для привлечения коммерческих кредиторов в сочетании с пакетом мер по повышению кредитоспособности для смягчения рисков и снижения стоимости заимствований.

Также необходимо рассмотреть Проектное финансирование как вид структурного инвестиционного финансирования региональных проектов промышленности.

Исходя из классификации ESFC, термин «проектное финансирование» означает финансирование проекта через экономически и юридически независимую хозяйственную организацию, которая занимается только рефинансированием и имеет ограниченный жизненный цикл.

Концепция проектного финансирования является противоположностью классических корпоративных финансов и основана на общих принципах структурного финансирования.

Проектное финансирование широко используется в США для реализации крупных инвестиционных проектов в сфере энергетики и недвижимости, добычи нефти и газа, тяжелой промышленности и других отраслях. Более того, эта концепция зародилась в США в 1930-х годах как инновационный способ финансирования высокодоходных нефтяных проектов.

Проектное финансирование в Америке развивается интенсивно, превысив на сегодняшний день отметку в 90 миллиардов долларов.

Для сравнения, общий мировой рынок проектного финансирования оценивается в 300 миллиардов долларов [101].

Одной из важнейших особенностей проектного финансирования является то, что финансовые ресурсы аккумулируются не на основе классической оценки платежеспособности инвестора, а зависят от эффективности самого проекта.

К основным особенностям проектного финансирования относятся следующие:

- Кредиты предоставляются под подтверждение будущих денежных потоков от проекта, что требует всесторонней профессиональной оценки его перспектив;
- Риск рационально распределяется между участниками проекта, что позволяет минимизировать возможные проблемы при его реализации;
- Проектное финансирование является внебалансовым финансированием, поэтому все кредиты, полученные проектной компанией, остаются на ее балансе без привязки к участникам [104].

К наиболее подходящим направлениям для проектного финансирования в США относятся проекты горнодобывающей промышленности, проекты инфраструктуры и недвижимости, финансируемые из частных источников, проекты с активным участием государственного сектора (государственно-частное партнерство), а также проекты по поставкам сырья и энергетических ресурсов (строительство газопроводов, нефтепроводов, заводов СПГ).

В рамках исследования вопроса организации структурного финансирования региональных проектов промышленности, обратимся к исследованию отечественной теоретической базы по аспектам данного вопроса. При подобном виде финансирования, одним из основных рисков, перекладываемых на кредиторов, является риск потери платежеспособности предприятия, при этом анализ кредитоспособности помогает еще на ранних этапах структурирования сделки снизить обозначенный риск. При этом снижение рисков в данном процессе благоприятно сказывается на заинтересованности финансовых институтов в организации структурных сделок, что благоприятно сказывается на объеме доступной ликвидности на рынке [78].

На основе анализа различных показателей, к которым применяется корректировка, позволяющая учитывать особенности банковских ресурсов с большим сроком оборота, автор предлагает дополнить существующую у кредитных организаций методику оценки кредитоспособности. Автор предлагает уникальный подход, который позволяет прогнозировать кредитоспособность во время осуществления финансирования на всех периодах с использованием фактора времени, на основе использования авторегрессионных зависимостей и различных методик прогнозирования.

Также, в рамках данной работы автор говорит о значительной пользе применения указанных оценочных показателей кредитоспособности в качестве платформы для формирования информационной базы заемщиков в целом, так как указанные методы учитывают специфики долгосрочного кредитования в целом и структурного в частности. Все это необходимо для развития отечественного рынка структурного финансирования в рамках повышения прозрачности рынка и снижения рисков. При этом можно сказать, что в рамках развития некоторых аспектов рынка структурного финансирования, данные показатели могут оказать значительную помощь не только кредиторам, но и заемщикам-предприятиям, как со стороны общего развития подвижности рынка, так и в повышении стабильности получаемого финансирования [57].

Одним из подвидов структурного финансирования является синдицированное кредитование, которое с позиции толкований в научной практике в нашей стране часто учитывает больше специфических особенностей рынка структурных кредитов.

Одним из преимуществ структурного финансирования является возможность диверсификации рисков, из-за чего часто, подобный вид финансирования используется для выполнения инновационных проектов. В данном ключе, структурное финансирование значительно помогает региону, в котором осуществляются проекты, быстро выходить на реализацию новых проектов промышленности и форсировать экономическое развитие региона в целом [34].

Характерной чертой развития финансового рынка России является то, что основные финансовые посредники, кроме паевых инвестиционных фондов, формируя собственную инвестиционную стратегию, однозначно ориентируют ее на взаимодействие с коммерческим банком. Для дополнения аналитического материала, исследуется также методы оценки кредитоспособности. Данные, полученные в рамках данного анализа станут базой для создания основных критериев функционирования всероссийской системы структурного финансирования региональных проектов региональной промышленности в рамках создания основных критериев для банков-участников данного процесса. Правильная оценка кредитоспособности должна стать основным критерием для отбора участников системы [78].

Структурное финансирование является чрезвычайно популярным инструментом для финансирования инвестиционных проектов, поэтому в рамках анализа применимости рассматриваемого вопроса к данному типу проекту, была изучена работы Лосевой О.В..

В данной работе рассматриваются аспекты моделирования процесса мониторинга инвестиционных проектов. Уточняются этапы жизненного цикла инвестиционного проекта. Подчеркивается выявление новых управленческих опционов в ходе проведения мониторинга, а также определяется финансовый результат от досрочного прекращения проекта. Существенно повысить эффективность мониторинга возможно, если будут найдены, и получат распространение, современные более адекватные методы. Применявшаяся в прошлом простая политика выбора тех проектов, которые сулили самую скорую экономическую выгоду, оказывается ныне опасной, дезориентирующей, подрывающей устойчивостью. Рассматриваемые методы помогут в выработке эффективных методов организации структурного финансирования проектов [44].

В рамках анализа общемировой ситуации на долговом рынке, были изучены труды Балюка И.А, в которых он описывает процессы, при которых разными странами осуществляются заимствования на регулярной основе, которые в текущих условиях, характеризуемых автором как финансово-экономическая

глобализация, направляются странами на реализации различных государственных мероприятий, направленных на реализацию социально-экономических реформ, повышение инвестиционной активности, на стабилизацию состояния государственного бюджета, а также на рефинансирование ранее взятых обязательств по другим долговым инструментам [21].

Автор обозначает, что для многих стран, как и для нашей, на данный момент актуальна проблема зависимости от международных долговых рынков, как проблема, возникшая вследствие значительной либерализации экономики в рамках операций на мировых рынках. Кроме того, выделяются примеры, на основании которых заключается уязвимость внутреннего рынка нашей страны, особенно в рамках проведения крупнейших проектов. При этом данная ситуация объясняется как общая для множества стран, внутренние финансовые системы которых не позволяют местным финансовым институтам конкурировать с международными компаниями, что делает их зависимыми от них [21].

Также, для дальнейшей работы по внедрению инноваций в процессы структурирования, необходимо рассмотреть работы Рождественской Т. Э. в аспектах изучения блокчейна и цифровых финансовых активов (ЦФА), в рамках подготовки теоретической базы для дальнейшего исследования, а также понимания общей проблематики ориентированной на отрасль сферы права [22].

Труды ученой описывают основные вопросы, связанные с применением новейших механизмов структурирования, связанных с технологией блокчейн. Кроме того, производится сравнение нормативных полей цифровой валюты и ЦФА в нашей стране по сравнению с иностранными партнёрами. В основном отмечается высокий уровень регулирования инструментов, основанных на технологии блокчейн в нашей стране, что кардинально отличает подобные инструменты за рубежом.

Также, отмечается, что в основном на сегодняшний день практически все платежи в мире производятся именно при использовании организованных платежных систем, что является последствием их стремительного развития. При этом объем проходимых через данные системы денежных средств в некоторых

странах отмечается на уровне ВВП отдельных государств, так как они позволяют проводить большинство необходимых людям и корпорациям операций. Данное исследование демонстрирует множество аспектов функционирования системы маршрутизации финансовых потоков с помощью блокчейна и позволяет разработать рекомендации по внедрению цифровые финансовые активы в процессы структурного финансирования [22].

Для более детального анализа применимости ЦФА в качестве инструмента для реализации региональных проектов промышленности на принципах структурного финансирования, в рамках работы Спильниченко В.К. «Теоретико-практический анализ российских цифровых финансовых активов» были также изучены различные данные по вопросу.

В данной статье анализируется влияние финтех на развитие финансовых отношений в России. Дается определение таких категорий, как цифровые финансы, цифровые финансовые активы. Рассматриваются современные инструменты цифровых финансовых активов, впервые появившиеся в стране после принятия ряда федеральных законов. Рассмотрения возможности использования цифровых активов в рамках организации в нашей стране инновационного рынка структурного финансирования региональных проектов промышленности станет одним из основных пунктов научной новизны работы в связи с чем проводится комплексный анализ данного явления [22].

В свою очередь, авторы Князева Е.Г. и Самков К.Н. в своей работе также углубляют вопросы государственного финансирования проектов промышленности.

Авторы говорят о том, что в рамках достижения основных социально-экономических целей государства, государственные программы должны ставить своей целью связывание данных целей с проведением бюджетных расходов. Отмечается, что именно расходы на осуществление государственных программ составляют наибольшую статью бюджетных расходов. Однако вместе с этим авторы говорят о несовершенстве существующих практик финансировании государственных программ с позиции методологических подходов, при этом

предлагая набор рекомендаций по их улучшению. Отмечается, что во многом именно практикоориентированная оценка эффективности во многом должна становиться главным критерием для разработки оптимальной структуры финансирования [55].

Данные материалы являются качественной базой для дальнейшего рассмотрения участия государства в процессах структурного финансирования региональных проектов промышленности с позиции построения оптимальной структуры привлекаемого капитала.

С позиции анализа методов построения структурного финансирования в различных сферах, была также изучены работы Деминой О. В., в которых объясняются различные подходы к финансированию государственных проектов в различных сферах [43].

В рассмотренных статьях предлагаются в том числе не стандартные отрасли для проведения финансирования на основе государственной поддержке.

В своих работах исследователь поднимает множество важных вопросов, среди которых особенно выделяется значительный сдерживающий фактор для регионального развития, заключающийся в перераспределении финансового эффекта компаниями топливно-энергетического уровня на национальный уровень в обход регионального. Кроме того, отмечается, что разница в ценах на энергоресурсы внутри страны и за ее пределами является одной из причин технологической отсталости отрасли. Исследования автора в основном проходят в рамках Дальнего Востока, однако выделенные проблемы являются общими для всех регионов нашей страны. Кроме того, выделяется проблема, напрямую касающаяся основного вопроса исследования, а именно проблематичности поиска крупными предприятиями инвесторов из-за введенных ограничений, которые в значительной степени снизили кредитные рейтинги отечественных предприятий и заблокировали многие финансовые каналы. Данные процессы сделали процесс привлечения капитала с международных рынков крайне затруднительным, что обеспечивает необходимость поиска новых источников финансирования уже внутри нашей страны. Результаты данного исследования также лягут в основу

разработки моделей организации российского рынка структурного финансирования [43].

Существенным драйвером роста отдельных отраслей промышленности часто является государственная ориентация на развитие проектов, поэтому в рамках разработки вопроса повышения эффективности проведения структурного финансирования была изучена работа Тамбовцева В. Л. «Целевые программы в Российской Федерации как объекты оценки».

Статья посвящена исследованию проблемы оценки эффективности целевых программ в разработке и исполнении государственного бюджета. Данные программы играют значимую роль как в государственном, так и негосударственном секторе многих экономик мира, а проблематика их оценки, в том числе оценки эффективности, широко представлена в мировой научной литературе. Вместе с тем содержание понятий программы и оценки эффективности характеризуется большим разнообразием, что затрудняет формирование действенного набора методов, которые отвечали бы нуждам управленцев, обладали научной обоснованностью, соответствовали и содействовали решению задач роста благосостояния населения страны. Именно такие оценки способны наилучшим образом обеспечить повышение полезности использования бюджетных ресурсов. Данный труд дополняет исследовательскую базу повышения эффективности участия государства на рынке структурного финансирования региональных проектов [110].

Продолжая тему государственной поддержки отраслей промышленности, Бреусова А.Г. в своих работах также дает значительную теоретическую базу для понимания рассматриваемого вопроса.

В статье автором рассматриваются практические аспекты оценки эффективности государственных программ различных субъектов нашей страны, что является необходимым элементом для грамотной реализации процессов структурного финансирования региональной промышленности [30].

Автор в своих работах говорит о том, что для грамотной операционной корректировки различных показателей проводимых проектов и мероприятий, с

позиции объемов предоставляемого финансирования и установленных сроков, необходима своевременная и грамотная оценка эффективности реализуемых программ. На основании проведенного анализа, автор отмечает аспект того, что переход к программному бюджету в текущих условиях, при которых исполнителями программ показатели результативности часто сравниваются с показателями эффективности, является затрудненным из-за проблематики интеграции принципов эффективности бюджетных расходов из-за сложностей, возникающих при справедливой оценке результатов, достигнутых проектом. Автор говорит о том, что по ее мнению, наиболее значимым аспектом для оценки результатов исполняемых предприятиями программ в текущих условиях становится достижения основных целевых индикаторов проекта, а также полнота освоения средств, выделенных государственным бюджетом на реализацию проекта [30].

В качестве исследования мнения иностранных авторов, были также рассмотрены работы, посвященные западному и азиатскому рынку структурного финансирования.

Таким образом, Yener Altunbas в своих исследованиях, проводимых уже более 10 лет, подробно изучает природу синдицированного кредитования как одного из возможных вариантов реализации структурного финансирования деятельности различных компаний. В основном исследователем выделяется характерная особенность синдицированного кредитования, позволяющая снижать конечный кредитный риск, который несут инвесторы из-за его распределения среди всех участников. Отмечается, что данный вид структурирования объединяет в себе различные элементы традиционных кредитов, однако дает полезные механизмы для повышения эффективности работы с инвестиционными траншами. Кроме того, в работах описывается значительное количество аспектов данного термина, что позволяет на основании изучения данных трудов построить комплексное понимание инструмента в рамках общего изучения механизмов структурного финансирования. Важным аспектом является выделение синдицированного кредитования как основного оппонента корпоративным

облигациям, что является не однозначным выводом, исходя из других изученных теорий инструмента. Дополнением данных идей может являться вариант совместного использования обоих инструментов для повышения эффективности проекта. Исследователь в основном выделяет плюсы синдицирования, применительно к банкам, что в итоге приводит к ограниченности вариантов сочетания различных аспектов инструмента с особенностями имеющихся ресурсов у предприятий [138].

В свою очередь, китайский автор Zhuo Chen в труде «The financing of local government in China: Stimulus loan wanes and shadow banking waxes» анализирует значительное количество проблем, которые возникают при применении методов структурного финансирования.

Статья автора Джу Чена посвящена финансированию местного самоуправления в Китае. В данном исследовании описывается то, как пакет стимулов Китая в размере четырех триллионов юаней, подпитываемый банковскими кредитами в 2009 году, привел к быстрому росту теневой банковской деятельности в Китае после 2012 года. В 2009 году в провинциях с аномально большим ростом банковских кредитов наблюдалось больше выпусков муниципальных корпоративных облигаций в течение 2012-2015 годов, а также больше теневой банковской деятельности, включая доверенные кредиты и продукты управления капиталом. Данный пример демонстрирует негативные последствия форсирования структурного финансирования [110].

Продолжая идеи предыдущего автора, Sumei Luo в работе «Financial Structure and Financing Constraints: Evidence on Small- and Medium-Sized Enterprises in China»

Исследователь из Китая Шумей Луо рассуждает о том, что трудности с финансированием малых и средних предприятий являются важной проблемой, которая долгое время мешала экономическому развитию Китая, поэтому очень важно изучить, как решить проблему финансовых трудностей для малых, средних и крупных предприятий на принципах ускорения развития различных видов финансирования. С точки зрения финансовой структуры, в этой статье проблема

вводится в аналитическую основу модели чувствительности инвестиционно-денежных потоков и устанавливает двустороннюю модель с фиксированным эффектом на основе финансовой структуры и других условий внешнего финансирования, чтобы изучить влияние финансовой структуры в Китае, особенно банковской структуры, на финансовые ограничения малых и средних предприятий. Данный опыт может быть ценен и для отечественной конъюнктуры [136].

Структурное финансирование за границей часто используется с применением принципов устойчивого развития. Поэтому в своей работе «Sustainable Economic Development, Digital Payment, and Consumer Demand: Evidence from China» Rui Zhou анализирует актуальные вопросы [134].

На примере пандемии 2020 года, китайский ученый в статье демонстрирует компоненты устойчивого экономического развития, в том числе на основе исследуемых принципов. Автор говорит о том, что в контексте серьезных вызовов устойчивому экономическому развитию большое практическое значение имеет изучение того, как цифровые платежи могут способствовать потребительскому спросу и устойчивому экономическому развитию. С точки зрения устойчивого экономического развития в этой статье отбираются панельные данные различных провинций Китая с 2011 по 2020 год. Проведенный анализ станет одним из источников разработки моделей исследования в рамках разработки рекомендаций по повышению реализации региональных проектов на принципах структурного финансирования [134].

Значительное количество инвестиционных проектов реализуется без формальных ГРП только в энергетическом секторе. В этом секторе многие государственные предприятия превратились в организации с матричной структурой, подходящие для реализации проектов без необходимости создания временных механизмов управления, и приводит статистику, согласно которой около 90% инвестиционных проектов АБР (включая отраслевые проекты) управляются с использованием того или иного типа ГРП. Рассматриваемые

проблемы чрезвычайно важны для разработки моделей повышения эффективности инвестиционных проектов [137].

Продолжая идеи применения принципов устойчивого развития, Guangyou Zhou в работе «Resource Allocation Effect of Green Credit Policy: Based on DID Model» предлагает различные методы работы кредиторов с предприятиями и предлагает оригинальную модель, а именно рассматривает работу «зеленых» предприятий в качестве группы обработки, а загрязнители - в качестве контрольной группы. Автор говорит о том, что, во-первых, метод двойной разницы (DID) был принят для изучения влияния политики «зеленого» кредита на предприятия с двух аспектов, а именно суммы кредитов, полученных предприятиями, и стоимости финансирования. Исследование показало, что с точки зрения объема кредита запуск «Руководящих принципов зеленого кредита» позволил «зеленым» предприятиям получить больше кредитных ресурсов, чем загрязнителям. Что касается стоимости финансирования, политика «зеленого» кредита означает, что «зеленые» предприятия получают более низкую стоимость финансирования, чем загрязнители. Данная модель может стать одним из примеров организации сотрудничества на принципах структурного финансирования [127].

В итоге можно сказать, что в рамках развития вопроса структурного финансирования в нашей стране, существует значительное число направлений, не до конца исследованных российскими авторами, при этом с помощью исследования иностранных источников становится возможным создание полноценной теоретической базы по данному вопросу.

1.3 Роль региональных факторов в выборе моделей структурного финансирования для промышленных предприятий

Необходимо отметить, что современный этап реализации государственной экономической политики характеризуется формированием качественно новой модели взаимоотношений между федеральным центром и субъектами Российской Федерации в части финансового обеспечения приоритетов промышленного развития. Исследование теоретических основ и эмпирической практики

реализации национальных и региональных проектов, проведенное К.Н. Самковым, позволяет утверждать, что региональные проекты и государственные программы призваны стать основным механизмом достижения национальных целей развития в территориальных образованиях, однако фактическое состояние дел свидетельствует о существенном искажении первоначально заложенных смыслов внедрения проектного подхода, прежде всего в определении целеполагания, обеспечении достаточными механизмами его достижения и финансированием [86].

Данное обстоятельство, в разрезе изучаемого вопроса, приобретает критическое значение в контексте структурного финансирования промышленности, поскольку именно на уровне субъектов РФ происходит непосредственная реализация мероприятий, призванных обеспечить модернизацию производственных мощностей, технологическое обновление и импортозамещение.

Применение проектного метода в государственном и муниципальном управлении сталкивается со специфическими ограничениями, среди которых наиболее существенными являются жесткое правовое регулирование деятельности, строгая субординация, предполагающая систематическую отчетность, расходование преимущественно бюджетных средств, открытость деятельности и общественный контроль, направленность на достижение приоритетных для социума целей и предпочтение социального эффекта перед прибыльностью.

Именно эти особенности, по мнению исследователей, порождают противоречие между проектными и функциональными механизмами управления, когда провозглашается переход на проектное управление, а реализуются проекты при помощи консервативного набора подходов и механизмов. В результате успешное погружение региональных приоритетных проектов в национальные и федеральные требует выполнения ряда условий: повышения персональной ответственности, приоритизации реальных результатов, объективного мониторинга целевых показателей, возможности гибкого перераспределения

финансирования и выявления возможных рисков еще на стадии формирования проекта.

В свою очередь, применительно к структурному финансированию промышленности несоблюдение данных условий приводит к тому, что проекты зачастую не предполагают увязки целевых индикаторов и выбранных механизмов их достижения, причем данная проблема, как убедительно доказывает К.Н. Самков, не исчерпывается низким уровнем квалификации региональных проектных команд, а имеет более сложную и многогранную природу: в современной проектной методологии у региональных команд фактически отсутствует возможность формирования комплекса механизмов, соответствующих масштабу определенного уровня (федеральным уровнем) целеполагания [86].

С другой стороны, критический анализ зарубежного опыта реализации региональных проектов и программ позволяет выявить особенности программно-целевого метода управления бюджетом, который в международной практике обеспечивает высокий уровень контроля над результатами в контексте использования бюджетных средств, доступность для общества информации в отношении бюджетных расходов, прозрачность процесса расходования средств и возможность выявления дублирующих бюджетных проектов.

В свою очередь, западные авторы в своих научных исследованиях анализируют институциональные факторы, которые не учитываются в бюджетном планировании, но постепенно подталкивают лиц, принимающих решения, к тому, чтобы уделять больше внимания результативности и эффективности программ регионального развития социальной защиты населения [136].

С другой стороны, на примере других стран демонстрируется, что реализация программ и проектов, несмотря на декларируемое стремление к передаче государственных полномочий регионам и муниципалитетам, фактически характеризуется постоянным смещением функций с местного уровня на национальный, что приводит к снижению участия местных органов власти в их

традиционной роли развития инфраструктуры и смещению акцента на поддержку социально-экономического развития территорий [135].

Также можно отметить, что анализируя итоги реализации программ борьбы с бедностью в Европе, можно прийти к выводу о том, что региональные программы расширяют круг потенциальных получателей эффектов и уровень охвата национальных программ, при этом незначительно снижая уровень бедности на национальном уровне, что свидетельствует о важности учета и взаимодополняемости программ, а также многоуровневого участия органов власти в национальной политике [135].

В свою очередь последствия реализации государственных программ крупномасштабного зонального вмешательства в наиболее неблагополучных регионах приводят к выводу о неоднозначности эффектов адресной поддержки предприятиям местного коммерческого сектора [86].

Кроме того, несмотря на декларируемое в каждой государственной программе использование внебюджетных источников, включая иностранные инвестиции, ресурсы международных организаций и иностранных государств, существующие реальные меры находятся на очень низком уровне, что требует целенаправленной, комплексной и системной организации мер по повышению интереса субъектов региона к активному участию в международном финансово-инвестиционном сотрудничестве [86].

Даже небольшая местная программа может принести пользу одному из беднейших регионов страны при очень небольших затратах, объединяя все соответствующие государственные, федеральные и местные органы власти, а также заинтересованные стороны для сотрудничества [84].

Рассмотрение национального проекта как финансовой категории, показывает, что с институциональной точки зрения национальный проект представляет собой финансовый институт, поскольку собственных доходов национальные проекты не имеют, а финансовые ресурсы поступают в порядке перераспределения доходов других субъектов экономической системы, причем финансирование национальных проектов представляет собой двустороннее

движение денежных потоков при формировании источников и их использовании в рамках реализации мероприятий проектов.

Развивая данный подход, К.Н. Самков обосновывает необходимость рассмотрения финансирования региональных проектов системно: с одной стороны, как совокупность взаимосвязанных элементов, с другой стороны, как процесс движения финансовых ресурсов, включающий их поступление, направление расходов, реализацию мероприятий и достижение целевых значений и ожидаемых результатов [86].

Существенным в контексте настоящего исследования представляется обращение к методологии В.В. Ковалева, который при анализе проектного подхода использует понятие «финансовый план», определяемое как способ достижения финансовых целей, увязывающий доходы и расходы и базирующийся на стратегическом и производственном планах [51].

Применяя данный подход к региональным проектам в государственной сфере, необходимо отметить, что их особенностью является наличие только расходной части, тогда как доходную часть заменяет общественное благо, создаваемое в рамках проекта, что предопределяет специфику оценки эффективности бюджетных инвестиций в промышленное развитие.

Необходимо отметить, что принципиальное значение для понимания региональных аспектов структурного финансирования промышленности имеет анализ соотношения региональных проектов и государственных программ в стратегической и финансовой системах РФ.

Как установлено К.Н. Самковым, расходные обязательства бюджетов планируются в рамках государственных программ субъектов РФ, в то время как в рамках региональных проектов они отражаются лишь в аналитической плоскости, что лишает целеполагание проектов суверенности, поскольку решения о финансировании и формировании комплекса мероприятий, достаточных для достижения целей, принимаются не на заседаниях проектных институтов, а в рамках консервативной программной методологии в строгом соответствии с бюджетным законодательством [86].

В результате, государственные программы в настоящее время фактически представляют собой документы планирования бюджетных ассигнований в неявной и отчасти формальной взаимосвязи с основными направлениями деятельности органов власти, что является реализацией лишь базовой роли государственной программы как финансового института, необходимой для выполнения требований бюджетного законодательства, тогда как более сложное качество программы как финансового механизма, обеспечивающего взаимосвязь бюджетных средств и ожидаемых результатов их использования и влияние на цели приоритетных направлений социально-экономического развития, признать достигнутым не представляется возможным [99].

Однако, масштаб данной проблемы становится особо значимым ввиду того, что, как правило, ту или иную государственную программу реализует региональный исполнительный орган власти, наделенный соответствующими полномочиями, а совокупность программ региона составляет исчерпывающий долгосрочный план деятельности региональных правительств, и сумма объемов финансирования государственных программ фактически представляет собой весь бюджет субъекта РФ, что также свидетельствует о незавершенном переходе к программному финансированию государственных расходов от консервативной модели бюджетирования.

Таким образом, в качестве наиболее взвешенного решения К.Н. Самков предлагает разделение государственных программ субъектов РФ на ведомственные и целевые, при этом ведомственные программы ранее применялись на региональном уровне и зачастую именно их признаками обладают современные государственные программы, тогда как в рамках целевых государственных программ целесообразно реализовать программно-целевой подход в самом строгом его смысле [86].

Можно обозначить то, что проблемы реализации и финансирования региональных проектов, выявленные еще на этапе их формирования и обсуждения, нашли отражение в материалах круглого стола Совета Федераций Российской Федерации.

Среди наиболее острых проблем была названа низкая доля мероприятий национальных проектов, относящихся к полномочиям субъектов РФ, не превышающая шестидесяти процентов, что выявило несостоятельность подхода к формированию региональных проектов «под копирку» с федеральными проектами. Данное противоречие вызвано фундаментальной причиной: полномочия федерального и регионального уровней различны на законодательном уровне, а слепое перенесение целей и задач федеральных проектов в региональный уровень не могло быть обосновано изначально, поскольку не обеспечивается полномочиями субъекта РФ [167].

В результате второй проблемой названо то, что взаимодействие между ответственными федеральными органами власти и субъектами РФ предполагалось осуществлять путем заключения соглашений с закреплением целевых показателей для регионов и финансовой помощью со стороны федерального бюджета, однако на практике в данные соглашения зачастую включались только обязательства регионов по достижению целевых показателей, тогда как совокупность целевых значений всех регионов составляла цель федерального проекта, а софинансирование из федерального бюджета достижения общих для федерального и регионального уровня проектных целей по значительной части проектов не было предусмотрено [98].

Данный подход, по справедливому замечанию участников круглого стола, размывает ответственность федеральных кураторов и увеличивает разрыв между декларируемыми целями и реальными механизмами их достижения в рамках региональных проектов, прежде всего в связи с явной недостаточностью финансирования последних. Третьей основной проблемой определен способ декомпозиции показателей федеральных проектов по регионам, который зачастую производился путем несложного расчета: вычислялся вклад каждого из регионов в значение того или иного общего показателя в базовом году, и данное значение по региону умножалось на рост, соответствующий целевой ежегодной динамике общего федерального показателя [98].

Соответственно, в данном подходе не учитывались ни региональная специфика, ни невозможность кратного наращивания изначально высоких показателей в регионах с высокой базой, при этом возможность оспаривать предлагаемые в рамках соглашений целевые значения региональных проектов у субъектов РФ фактически отсутствовала [85].

Можно отметить, что сложившаяся система финансового обеспечения реализации региональных проектов вызвала критику со стороны представителей самих субъектов РФ, что нашло отражение в материалах семинара-совещания в Совете Федерации РФ 2 апреля 2019 года, где было отмечено отсутствие федерального софинансирования регионам по достижению целевых показателей федерального проекта «Промышленный экспорт» национального проекта «Международная кооперация и экспорт», и участниками было отмечено, что существенных рычагов влияния на этот показатель у субъектов РФ нет, в связи с чем было предложено доработать целевые показатели регионального уровня с учетом возможностей субъектов РФ: экономических, финансовых, климатических и других [167].

Важно отметить, что проведенный анализ основных показателей инновационной активности с целью установления причин их негативной динамики показал, что помимо очевидных причин - снижения объемов финансирования инновационной сферы и их низкой доли в краевом бюджете, можно назвать отсутствие системности в регулировании инновационного развития со стороны органов власти края, следствием чего является отсутствие последовательности и обоснованности действий по реализации инновационной политики [145].

В результате, исследователи приходят к выводу, что правовое регулирование инновационной деятельности, основываясь на федеральном и региональном законодательстве, включает ряд специальных программ и проектов, содержащих заделы совершенствования правового регулирования и методологического обеспечения, причем актуальным направлением инновационного развития остается курс на государственную инновационную

политику стратегического и долгосрочного характера, встроенную во все инициативы государства, в том числе промышленную политику.

Анализируя итоги реализации Стратегии инновационного развития Российской Федерации на период до 2020 года, можно отметить, что не удалось достичь ряда целевых индикаторов, и на фоне определенного положительного опыта остаются проблемы слабой концентрации исследовательского потенциала, низкой мобильности российских исследователей, невосприимчивости экономики и общества к инновациям, низкой эффективности российских исследовательских организаций по сравнению со странами-лидерами, слабого взаимодействия сектора исследований и разработок с реальным сектором экономики, несогласованности приоритетов и инструментов поддержки научно-технологического развития [147].

Нужно отметить, что принципиально важным является вывод авторов о том, что в отсутствие общей методологии развития инновационных экосистем субъекты Российской Федерации по-разному подходят к инновационному развитию территорий, и в целом развитие инновационных экосистем в субъектах Российской Федерации проходит несистемно, в результате в различных субъектах Российской Федерации возникают различные модели региональных инновационных экосистем [99].

Таким образом, анализ региональной специфики реализации государственных программ позволяет выявить ключевые направления модернизации системы управления. Отмечается, что согласно Перечню поручений Президента Российской Федерации по итогам совместного заседания Государственного Совета Российской Федерации и Совета при Президенте Российской Федерации по стратегическому развитию и национальным проектам 23 декабря 2020 года, принят за основу Единый план по достижению национальных целей развития Российской Федерации на период до 2024 года и на плановый период до 2030 года, а национальные проекты и государственные программы должны быть скорректированы и приведены в соответствие с Единым планом [9].

Также, в целях перевода государственных программ на проектные принципы управления, а также синхронизации подходов к разработке и реализации государственных программ и национальных проектов Правительством Российской Федерации принято постановление «О системе управления государственными программами Российской Федерации» от 26 мая 2021 года № 786, а также распоряжение от 22 июня 2021 года № 1689-р. Анализируя систему управления национальными проектами, автор подчеркивает, что отличительной особенностью такого инструмента достижения национальных целей является наличие особой системы управления, основанной на принятии управленческих решений в режиме реального времени и безотрывном участии в управлении национальными проектами Правительства РФ [85].

В данном случае, каждому конкретному национальному проекту определяется исполнительный куратор из числа заместителей Председателя Правительства РФ и руководитель – из числа руководителей федеральных органов исполнительной власти, являющихся членами Правительства.

Специфической чертой является и система финансирования национальных проектов, базовым принципом которой является планирование всех расходов, обосновываемых достижением намеченных результатов, многоканальность финансовых источников, то есть привлечение средств из всех уровней бюджетной системы РФ, а также внебюджетных фондов как на федеральном, так и на региональном уровне, и прозрачность в распределении и расходовании привлеченных финансовых средств и оценка достигнутых результатов.

Также, существенным является замечание автора о том, что к завершению 2021 года Счетной палатой РФ по результатам проведенной экспертизы государственных программ отмечен комплекс недостатков их реализации, связанных с невозможностью определения зависимости между объемом ресурсного обеспечения государственных программ и значениями достигнутых показателей, а также многократное изменение состава показателей государственных программ в ходе их корректировки и соответствующее ухудшение значений показателей.

Можно отметить, что данные выводы, основанные на заключении Счетной палаты Российской Федерации, подтверждают системный характер проблем, связанных с интеграцией проектных принципов в программно-целевое бюджетное планирование [166].

После вступления в силу рассмотренного постановления Правительства РФ система управления государственными программами будет незначительно отличаться от действующей системы управления национальными проектами, что по факту позволит обеспечить необходимые условия для синхронизации подходов к разработке и реализации национальных проектов и государственных программ РФ, причем участие субъектов РФ в реализации федеральных государственных программ определяется наличием в рамках федеральной программы целевых показателей, результатов и мероприятий, осуществляемых за счет субсидий и иных межбюджетных трансфертов [85].

Необходимо также выделить, что отдельного рассмотрения в контексте структурного финансирования промышленности заслуживает методология учета регионального компонента при отборе и оценке инвестиционных проектов. Классические методики практически не включают в себя региональный аспект, однако в практическом смысле региональный компонент достаточно давно выходит на первый план при принятии решения о реализации конкретного инвестиционного проекта.

В связи с этим, выделяется несколько групп факторов, входящих в региональный компонент, которые могут учитываться при дальнейшей оценке эффективности инвестиционного проекта. Первая группа факторов характеризует финансово-экономическое состояние региона и определяет, насколько стабильно развивается регион, учитывая в первую очередь кредитоспособность региона, а также оценку условий для ведения бизнеса. Наиболее значимыми зарубежными рейтингами оценки кредитоспособности регионов можно называть долгосрочный кредитный рейтинг в иностранной валюте регионов РФ.

Также, кроме составляемых рейтингов кредитоспособности регионов о финансово-экономическом состоянии региона предлагается судить по отдельным

экономическим показателям, таким как объем валового регионального продукта на душу населения, абсолютный объем валового регионального продукта, доля собственных доходов в общем объеме доходов консолидированных бюджетов, доля прибыльных предприятий, объем прямых иностранных инвестиций в расчете на одного жителя и абсолютный объем прямых иностранных инвестиций, уровень безработицы.

Также, в целях принятия решения о реализации инвестиционного проекта на территории определенного региона в рамках оценки социально-экономического состояния могут учитываться показатели покупательской способности населения, такие как объем вкладов физических лиц в банках на одного жителя, отношение денежных доходов населения к стоимости фиксированного набора потребительских товаров и услуг, доля населения с доходами ниже прожиточного минимума, а также показатели уровня развития малого бизнеса в регионе, включая оборот малых и микропредприятий, а также индивидуальных предпринимателей в расчете на одного жителя, суммарный оборот малых и микропредприятий, индивидуальных предпринимателей, объем инвестиций в основной капитал малых и микропредприятий в расчете на одного жителя, объем инвестиций в основной капитал малых и микропредприятий, долю занятых в малом бизнесе и индивидуальном предпринимательстве в общей численности экономически активного населения.

Выделяется также отдельная группа факторов, включающая оценку инвестиционной привлекательности региона, которая, как правило, основывается на определенных базовых преимуществах региона, привлекательных для инвесторов, включая богатые запасы природных ресурсов, статус, численность населения и географическое положение, при этом дополнительным фактором инвестиционной привлекательности региона является активная деятельность региональных властей по созданию благоприятного инвестиционного климата.

Рейтинги инвестиционной привлекательности ежегодно составляются рейтинговым агентством Эксперт РА, Национальным рейтинговым агентством, а также Агентством стратегических инициатив, причем в основе рейтинга агентства

Эксперт РА лежит официальная информация Федеральной службы государственной статистики и статистики федеральных ведомств, включая Министерство связи и массовых коммуникаций, Министерство финансов, Министерство природных ресурсов, Федеральную службу по финансовым рынкам и Центральный Банк, а сам рейтинг включает такие составляющие, как инвестиционный риск и инвестиционный потенциал регионов.

Также, выделяется группа факторов, представляющая собой оценку политической ситуации в регионе, поскольку принятие решения о возможной реализации инвестиционного проекта обязательно опирается на оценку текущей и прогнозной политической ситуации в стране, однако в классических методиках не учитывает влияние такого немаловажного регионального аспекта, как политическая ситуация в самом регионе.

Фонд «Петербургская политика» ежемесячно публикует рейтинг социально-политической устойчивости в регионах, изучая влияние как позитивных, так и негативных политических изменений в регионе, при этом уровень социально-политической устойчивости региона оценивается в баллах от минимального единицы до максимального десяти, и регионы разделяются на пять итоговых категорий в зависимости от набранных баллов: регионы с максимальной устойчивостью свыше восьми баллов, регионы с высокой устойчивостью от семи до семи целых девяти десятых балла, регионы со средней устойчивостью от шести до шести целых девяти десятых балла, регионы с пониженной устойчивостью от пяти до пяти целых девяти десятых балла и регионы со слабой устойчивостью менее пяти баллов.

И наконец, выделяется группа, составляющая прочие показатели регионального компонента, которые могут включаться или исключаться из оценки регионального компонента для каждого конкретного проекта, причем главным фактором включения или исключения определенного показателя должна являться оценка его влияния, и если какой-либо показатель оказывает нейтральное воздействие на реализацию проекта, он может быть исключен.

Таким образом, проведенный анализ позволяет заключить, что региональные аспекты структурного финансирования промышленности представляют собой сложную, многокомпонентную систему, включающую институциональные ограничения проектного и программного подходов, проблемы методологического обеспечения инновационного развития и оценки эффективности инвестиционных проектов, а также противоречия во взаимодействии федерального и регионального уровней власти при определении целевых показателей и объемов финансирования. Перспективы дальнейшего исследования состоят в разработке целостной модели оценки эффективности формирования и реализации региональных проектов и государственных программ в сфере промышленности, базирующейся на учете всего спектра выделенных факторов регионального компонента и синхронизации механизмов стратегического планирования и проектного управления, что позволит повысить обоснованность принимаемых бюджетных решений и результативность использования средств, направляемых на структурную модернизацию промышленного комплекса субъектов Российской Федерации.

2. АНАЛИЗ ПРАКТИКИ ПРИМЕНЕНИЯ СТРУКТУРНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ ДЛЯ РАЗВИТИЯ ПРОМЫШЛЕННЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ В РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

2.1 Современное состояние рынка структурного финансирования как внешней среды функционирования промышленных предприятий

В зарубежной практике структурное финансирование является важным элементом экономической системы множества предприятий в рамках реализации проектов, направленных на интенсивный и экстенсивный рост. Многие инструменты рассматриваемого типа финансирования применяются иностранными предприятиями уже долгое время, однако наша страна начала свой путь развития на рынке структурного финансирования относительно недавно, активно пытаясь выйти на сопоставимый с западом уровень проработанности системы и преодолеть практически полувековой разрыв в развитии.

Еще в начале семидесятых годов, Американские кредитные организации начали производить финансирование проектов предприятий стран второго и третьего мира с помощью различных видов структурного финансирования, постепенно закрепляя преимущества финансовой модели над экономиками других стран [56].

После появления первым международных рынков после многих лет развития, при содействии Европейских регуляторов, начали появляться первые нормативные документы, посвященные новым типам финансирования, и, кроме того, начал зарождаться и обособливаться вторичный рынок структурного финансирования, с помощью чего к данной системе начали подключаться новые субъекты экономики.

Итогом данных преобразований в 1995 году стало появление организации LSTA и в 1996 году LMA, которые за короткое время стали основой для регулирования процессов структурирования с позиции стандартизации процессов организации финансирования с помощью единых шаблонов документации.

Данные события явились значительным толчком для развития рынка из-за появившейся стандартизации, из-за чего менее чем через десять лет после начала

своей работы, рынок добился трехкратного увеличения показателей количества сделок на первичном рынке и практически пятикратного на вторичном [153].

При этом стандарты LMA применяются на данный момент во всем мире и считаются основным шаблоном для реализации сделок структурного финансирования из-за высокой проработанности стандартов и высокому уровню проработанности правового регулирования проводимых сделок. На данный момент даже страны с другими система права активно используют формы английского права LMA для организации сделок, в том числе и наша страна. Для регулирования сделок по рассматриваемым стандартам, после введения санкций в 2022 году, в Москве даже была создана специализированная коллегия для рассмотрения споров по договорам английского права [49].

Вдохновившись успехами зарубежных партнеров, в Гонконге в свою очередь также была создана специализированная организация для регулирования сделок на местных рынках, однако она не смогла выйти на международный уровень. Но несмотря на это, организация осуществляет содействие в развитии сектора структурного финансирования в регионе и является отличным примером попытки адаптации иностранных шаблонов под аспекты местного законодательства.

В нашей стране в свою очередь, производились попытки создания специальных организаций для регулирования набирающих популярность сделок. Данная работа в итоге привела к созданию Комитета по синдицированному кредитованию в 2011 году, целью которого должно было стать регулирование популярного инструмента структурного финансирования. Однако на тот момент деятельность Комитета «проиграла» рыночной конъюнктуре и не смогла влиться в финансовую систему. При этом еще тогда была начата проработка вопроса организации профильных институтов для развития рынка структурирования для финансирования развития отечественной промышленности [78].

Данный вектор развития в итоге привел к явному лидерству США и Великобритании на международном рынке. Кроме того, позже в тройку лидеров

также вошел Китай. На данный момент на эти страны приходится до 95% от всех сделок структурного финансирования [57].

На данный момент в условиях существования экономических барьеров и невозможности получения иностранного финансирования, отечественные предприятия ищут альтернативные источники уже на собственном рынке, что может стать хорошим драйвером для развития внутренних нормативных систем.

Если провести исследование за последние 10 лет до введения ограничений, можно выявить зависимость совокупного объема сделок (для анализа берутся синдицированные сделки из-за наличия подходящей для анализа информации) к их общему количеству, что показывает практически линейную связь и высокий коэффициент Пирсона на уровне 0,84. Это подтверждается исследованием уровня корреляции, приведенным на рисунке 4.

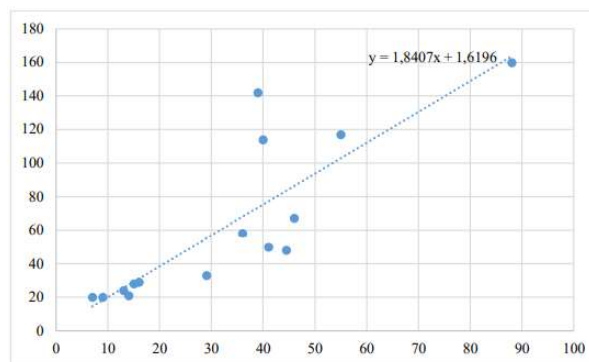


Рисунок 4 - Корреляция объема структурных сделок с их количеством в РФ
(Источник: разработано автором по данным ЦБ РФ) [156]

Однако на иностранных рынках наблюдается корреляция на уровне не более 0,36 для данных показателей. Это говорит о том, что при общем увеселении числа сделок за последнее время, общий размер траншей финансирования для предприятий не увеличивается, то говорит об осторожной политике предприятий и банков по отношению к структурному финансированию и об потребности в развитии отечественного рынка структурирования [37].

Структурное финансирование всегда являлось важным аспектом развития региональных проектов промышленности в нашей стране. При этом, на данный момент из-за значительных санкционных ограничений и связанных с ними ограничений источников финансирования, наблюдается повышение потребности

отечественных компаний в инвестициях, направленных как на интенсивное, так и на экстенсивное развитие [74].

При этом, из-за ухода с российского рынка широкой номенклатуры промышленных товаров, для предприятий значительно увеличивается актуальность вопроса импортозамещения критических товаров.

Вместе с этим, существует значительная проблема ресурсных ограничений, искусственно создаваемых мировым сообществом в рамках борьбы с ростом отечественной экономики и как инструмент политического воздействия на Россию для попытки принуждения к отказу от стратегических целей развития нашей страны.

Многими западными исследователями, еще в 2022 году, поддерживался тезис об уязвимости России во многих отраслях экономики, которые были затронуты санкциями после начала Специальной военной операции. Так в статьях Washington Post например активно описывались проблемы российской авиационной сферы. [162] Отмечалось, что без поставок запчастей производителями, отечественная авиационная инфраструктура не сможет производить своевременное обслуживание самолетов. При этом, если продолжить рассмотрение на примере авиационной отрасли, экономика не только нашла обходные пути для получения комплектующих через системы посредников, но и начала реализацию плана по созданию отечественных гражданских авиационных двигателей и созданию отечественного самолета без иностранных компонентов. Так, в апреле 2025 года, по сообщению Ростеха, лайнер МС-21 совершил своей первый тестовый полет [164].

Кроме того, если рассмотреть отчетность российских банков, можно заметить, что несмотря на резкое падение доходов после введения санкций, на момент конца 2024 года, многие кредитные организации перевыполняют планы по чистой прибыли. Во многом это связано с грамотным обходом санкционных ограничений промышленными компаниями и с восстановительным трендом российских предприятий различных секторов.

Данные ситуации отражают ситуацию на многих отечественных предприятиях, которые прошли через первичное кризисное состояние и смогли найти каналы для работы в современной конъюнктуре.

Можно сказать, что планы по сокращению показателей российской экономики не были выполнены в запланированном объеме, и на данный момент только ограничивают ее рост. Финансовая система России продолжает работать, доходы населения растут, уровень безработицы остается достаточно низким, а спада основных промышленных отраслей не наступает. При этом, отрицать негативное воздействие принимаемых ограничений сложно.

Можно отметить, что рост отечественной экономики во многом происходит за счет работы оборонно-промышленного комплекса страны, считается, что от 7 до 10% роста обосновывается именно этим сектором. Однако, во многом определяющий 2023 год для российской экономики продемонстрировал, что даже на стадии глубокой неопределенности, практически все сферы промышленности продемонстрировали рост, при этом многие многократно из-за снижения конкуренции на рынке. В 2023 году Министерство экономического развития Российской Федерации предполагало рост ВВП на 2,8%, при этом итог года показал рост на 3,6% [145]. Аналогичная ситуация произошла и в 2024 году, где по итогам года еще раз был опережен плановый показатель роста ВВП, который составил 4,3%. Общую динамику ВВП России по годам представляет рисунок 5.

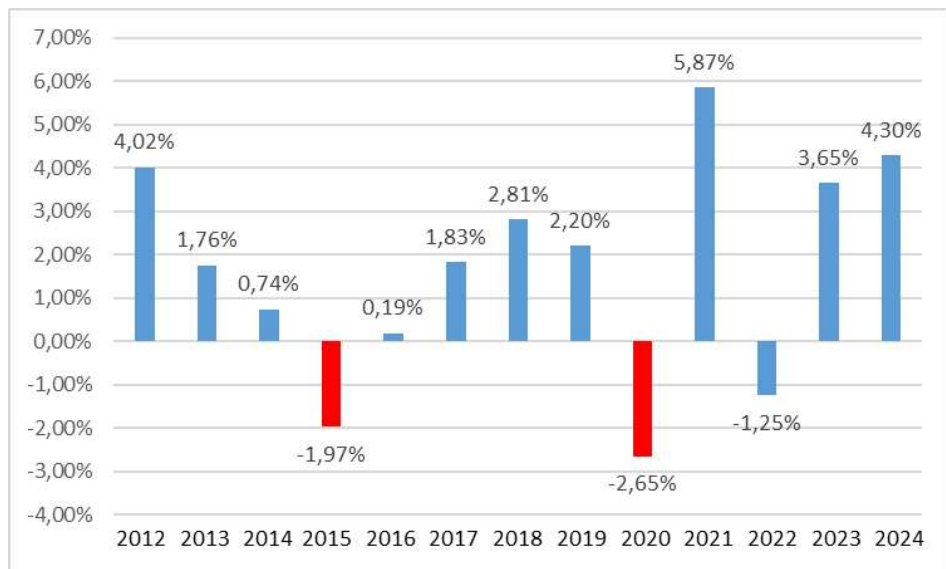


Рисунок 5 - Динамика ВВП % по сравнению с предыдущим годом (Источник: данные Росстата) [145]

По графику можно заметить, что каждый последующий год после введения санкций сказывается на динамике роста, однако каждый раз экономика нашей страны хорошо адаптируется к введенным ограничениям.

Отмечается, что в проблемном 2023 году показатель роста обрабатывающих производств продемонстрировал 3,5%. Данный показатель демонстрирует соответствие роста ВВП росту обрабатывающей промышленности. По некоторым видам обрабатывающей промышленности наблюдается, в свою очередь, значительный скачок в развитии, как например на 19% в производстве электроники. Также, в 2023 году наблюдался значительный рост производства прочих транспортных средств на уровне 25,5% и автотранспортных средств и прицепов на уровне 13%, из-за связанности данных отраслей с оборонными предприятиями. К тому же, развитие обороно-промышленного комплекса мультипликативно увеличивает рост в таких отраслях, как легкая промышленность, химическая промышленность и металлургическая промышленность. Многими исследователями также отмечается, что несмотря на легкий дисбаланс, вносимый подобным строением экономики, развитие оборонных предприятий как минимум создает большое количество рабочих мест, улучшает торговый баланс, а также приводит к косвенному развитию гражданских сфер экономики с помощью полученных разработок. [36]

Можно отметить, что Россия находится на передовых позициях по приросту производства товаров и услуг, что демонстрирует рисунок 6. Данная динамика как нельзя лучше демонстрирует, что несмотря на геополитическое давление, в нашей стране активно развивается производство, на финансирование которого необходимы значительные инвестиционные потоки.

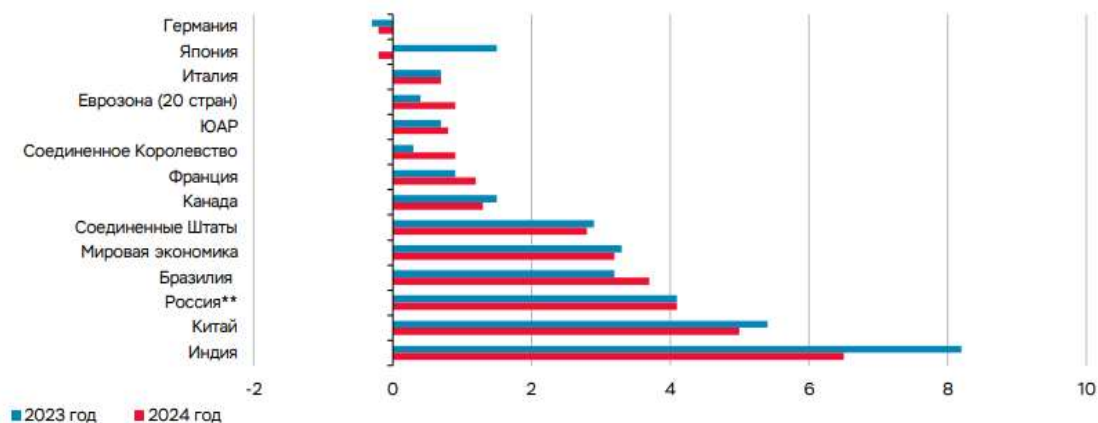


Рисунок 6 – Прирост производства товаров и услуг (Источник: данные Всемирного Банка) [163]

Если разбирать показатели 2024 года, можно также отметить значительный рост, произошедший во многих отраслях. Таким образом, как в добывающих отраслях, так и в обрабатывающей промышленности в прошедшем году зафиксирован опережающий рост. Немаловажным будет отметить, что рост в данных отраслях наиболее явно происходил в высокотехнологичных секторах. Традиционно, большую часть показателя ВВП составляют обрабатывающие производства. 18,3 % от общего показателя занимает добыча нефти и газа, что является традиционно сильными отраслями отечественной экономики [57].

Важным фактором является высокая доля высокотехнологичных отраслей. Данный показатель важен с точки зрения создания платформы для обеспечения технологического суверенитета и лидерства отечественных предприятий, а также для поддержания устойчивого курса развития нашей страны. Материалы Центра развития Высшей школы экономики демонстрируют, что несмотря на множественные проблемы в различных отраслях, объемы отгруженной продукции продолжают ежегодно увеличиваться, что демонстрирует рисунок 7.



Рисунок 7 - Доли высоко- и средне технологичных отраслей (Источник: данные Росстата) [145]

Как можно увидеть из графика, 2022 год стал сложным для отечественных предприятий из-за резкого падения деловой активности вследствие наложения санкций. В данном году отмечается падение общего объема отгруженной продукции. Однако в дальнейшем виден последовательный рост в периоде с 2023 по 2024 год. При этом можно отметить ежегодное увлечение объема отгруженной продукции высокотехнологичных отраслей, что свидетельствует о гармоничном развитии отрасли [76].

Данные свидетельствуют о постепенном восстановлении экономики в рамках исследуемого периода. Однако, более свежие данные демонстрируют постепенное падение уровня экономической активности в регионах, вызванных отложенным эффектом санкционных ограничений, высокой ключевой ставкой Центрального Банка Российской Федерации, а также значительного падения спроса на продукты отечественных предприятий. Кроме того, значительное число предприятий в ожидании эффекта от снижения ключевой ставки выдерживают паузу в реализации новых проектов. Динамик сокращения приводится на рисунке 8. Все это в совокупности приводит к негативному эффекту сокращения занятости на предприятиях, что на данный момент часто выражается сокращением рабочей недели и смен. Так, например, АвтоВАЗ рассматривает сокращение рабочей недели на 1 день в начале осени [133].



Рисунок 8 - Сводный индекс региональной экономической активности (Источник: данные Росстата) [145]

Отмечается не резкое, но сильное падение уровня экономической активности в регионах. Ожидается, что принятие новых решений по вопросу снятия некоторых санкционных ограничений, а также рост курса доллара в совокупности с последовательным сокращением ключевой ставки приведут к корректировке индекса.

Кроме того, исследователями отмечается рост некоторых секторов экономики от месяца к месяцу, что демонстрирует рисунок 9. Можно отметить рост промышленности в структуре индекса региональной экономической активности. Депрессивной отраслью остается строительство, которое сильнее всего подвергается воздействию современной конъюнктуры.

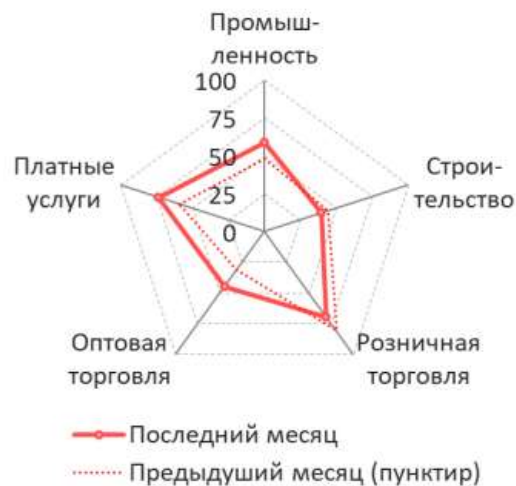


Рисунок 9 - Сводный индекс экономической активности по секторам экономики
(Источник: данные Росстата) [145]

Несмотря на успехи множества предприятий в рамках борьбы с санкционным давлением, исследователями отмечаются негативные тренды в рамках показателей экономической активности регионов. Отмечается, что конец 2024 года положил начала тренда на значительное сокращение числа регионов с низким уровнем экономической активности, что демонстрируется на рисунке 10.

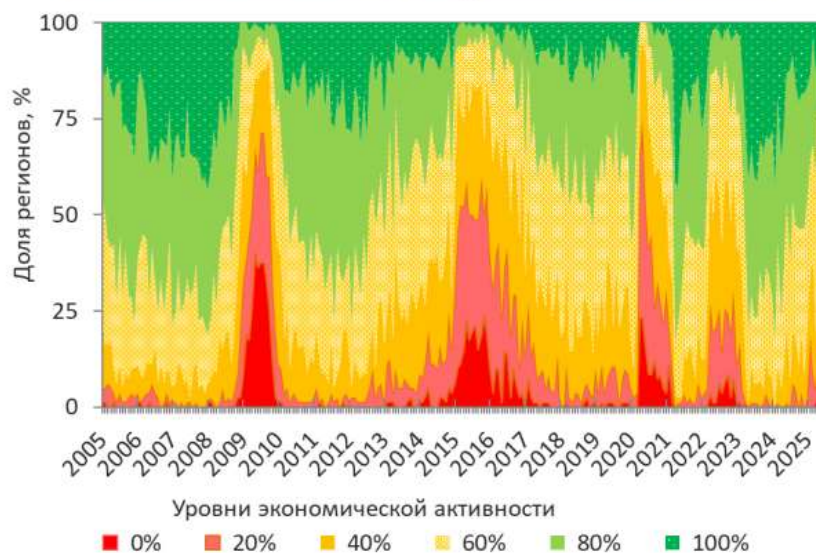


Рисунок 10 – Доля регионов с разным уровнем экономической активности
(Источник: данные Росстата) [145]

Теплограмма демонстрирует, что в отличие от 2022 года, сегодня не происходит значительного сокращения количества регионов с низкой деловой активностью (на уровне 0-20%), при этом стремительно увеличивается количество регионов со средней деловой активностью (40-60%).

Исследование данных трендов дает понять, что вопросы финансирования предприятий, особенно в рамках ожидаемого снижения ключевой ставки выходят на передний план, а методы снижения итоговых издержек являются ключом к увлечению экономической активности регионов. Структурное финансирование и его инструменты могут в значительной степени ускорить развитие региональных проектов промышленности.

Многие предприятия проводят собственные исследования рынка для выявления основных направлений рынка для проактивного взаимодействия с внешней средой. По оценкам, финансирование национальных проектов в нашей стране имеет тренд к увеличению, в текущем году на 19 новых проектов предполагается траты, которые достигнут 5,8 трлн рублей. Ожидается, что тенденция продолжится и в 2026 году расходы достигнут 6,4 трлн рублей, а в последующих периодах сумма станет еще более значительной. Общие показатели расходов на национальные проекты представлены на рисунке 11.

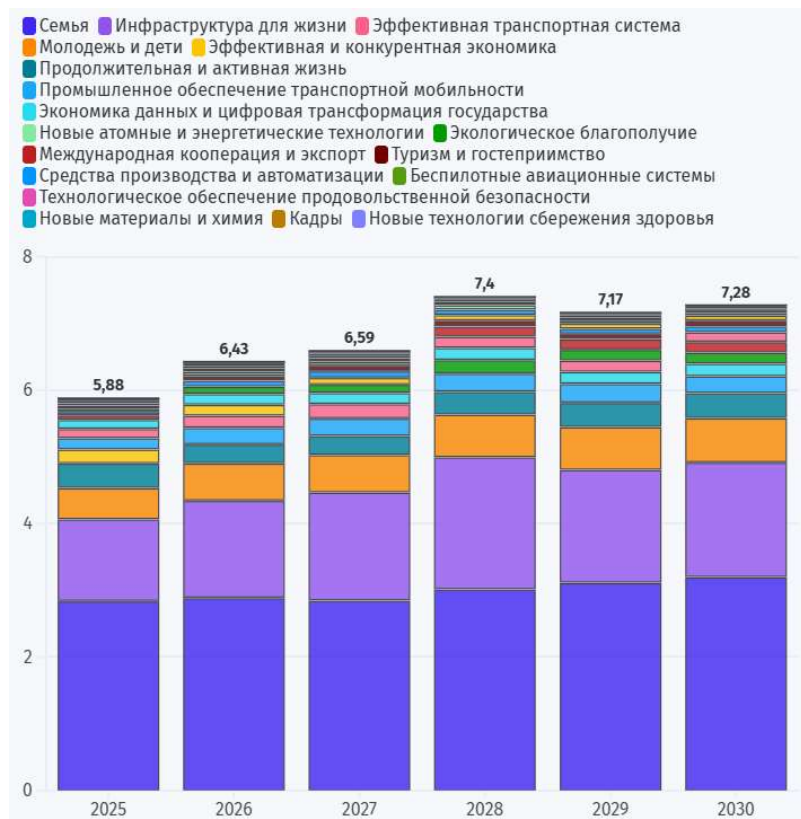


Рисунок 11 - Расходы на национальные проекты (Источник: Национальные проекты России) [165]

При том, что значительная часть расходов определена для национального проекта «Семья», до 1,3 трлн рублей занимают проекты «Инфраструктура для жизни», а также «Эффективная транспортная система», что является маркером активного развития инфраструктуры страны и потенциальной загрузки предприятий, связанных с данной сферой на ближайшие периоды. В основном рост статей происходит за счет повышения заинтересованности государства в развитии проектов по строительству и развитию автомобильных дорог [78].

При этом, в свою очередь, ожидается, что государственность финансирование проектов железнодорожной сферы и морских портов будет снижено. Высвобожденное финансирование будет направлено для реализации проектов, связанных с высокоскоростными железнодорожными магистралями. Кроме того, выделяется развитие проектов по развитию железнодорожной сети подходов к Азово-Черноморскому и Северо-Западному бассейнам и их портам.

Итоги рассмотрения бюджетов инфраструктурных проектов демонстрируют, что государство заинтересованно в активном развитии транспортной инфраструктуры для оптимизации национальной экономики.

Относительно большое количество средств также заложено на развитие конкурентной экономики. Государство активно борется с проблемами, вызванными геополитическим давлением запада на отечественную экономику, в связи с чем направляет средства на развитие отечественных компаний и их проектов. При этом можно отметить значительное количество внебюджетных средств в структуре планируемых расходов, что является положительным трендом, польза которого будет описана далее в работе. При этом, несмотря на значительный объем в рамках 2025 года, запланировано значительное сокращение потока финансирования в рамках следующего пятилетнего периода, и, кроме того, снижения пропорции внебюджетных средств по отношению к средствам федерального бюджета [35].

При этом, для обеспечения долгосрочной конкурентной позиции Российской Федерации на международной арене многими из изученных ранее исследователей считается необходимым обратная тенденция. Можно сделать

заклучение о необходимости перераспределения денежных средств внутри проектов для направления на поддержку предприятий России в больших объемах по сравнению с текущими.

В нашей стране различные виды структурного финансирования используются для финансирования крупных проектов промышленности. Одним из наиболее распространенных на данный момент является синдицированное финансирование [75].

Можно отметить, что использование данного инструмента началось относительно недавно. Впервые данный вид структурного финансирования был использован Мосбизнесбанком вместе с группой иностранных инвесторов в 1995 году, а после получил широкое распространение и у других кредитных организаций. Однако длительное время, основными инвесторами подобных сделок оставались иностранные организации. При этом уже в 1998 году, впервые организатором подобной структурной сделки стала российская кредитная организация Еврофинанс банк. Данный синдикат провел финансирование в объеме 25 млн долларов США проектов компании АК «АЛРОСА».

После этих событий, пройдя через кризисы 1998 и 2008 годов со спадами, объемы предоставления инвестиций по средствам синдицирования демонстрировали уверенный рост.

Во многом, при анализе становится заметно, что реализация множества крупных проектов не была бы возможна без рассматриваемого инструмента. Можно отметить, что рассмотрение динамики после 2022 года не является правильным в рамках анализа, так как данные за последние года относятся к принципиально иной модели рынка, сформированной в ответ на геополитические вызовы санкционного давления и изменения состава основных игроков. Кроме того, множество данных закрывается от внешних исследователей в рамках повышения безопасности, что приводит к некорректным результатам исследований. Принимая во внимание различие парадигм явлений, не будет правильным включать свежие данные в исследование ретроспективы, так как это может явиться методологической ошибкой построения исследования.

Положительные ожидания на фоне потенциального снятия некоторых санкций с отечественной экономики на против могут нормализовать корреляционные модели [52].

Если сравнить данные роста экономики нашей страны с объемами предоставляемых инвестиций в основной капитал на рисунке 12, можно заметить высокий уровень корреляции между двумя показателями, что объясняется прямым воздействием инвестиционной активности на темпы роста экономики.

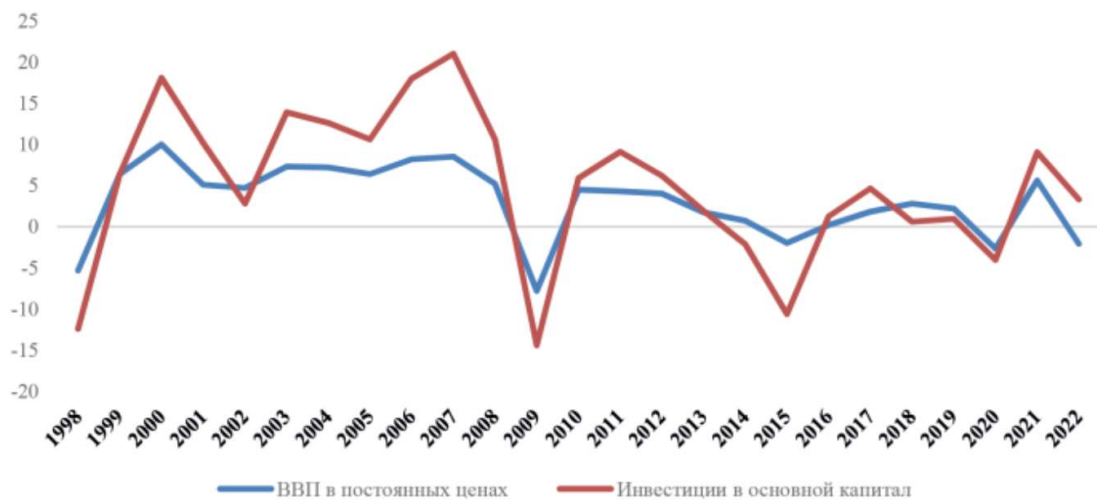


Рисунок 12 - Соотношение объемов инвестиций в основной капитал предприятий и показателя прироста ВВП (Источник: данные Росстата) [143]

Данная практически прямая корреляция как нельзя лучше демонстрирует высокий уровень связи, который проявляют данные показатели. Такая ситуация дает право утверждать о том, что на структурное финансирование в нашей стране в основном используется для финансирования инвестиционных проектов.

Также, в нашей стране наблюдается также значительное воздействие получателей инвестиций на рынок структурного финансирования. Часто, промышленные компании, в основном связанные с добычей и обработкой ресурсов, являются более квалифицированными в рамках организации структурирования, что является отличительным фактором отечественного рынка.

Кроме того, часто подобное финансирование носит очень высококонцентрированный характер в рамках банковского сектора и можно отметить, что 5 крупнейших кредитных организаций контролируют основные

финансовые потоки. Можно также отметить, что 4 крупнейших банка в данной сфере контролируются государством. Кроливецкая В.Э. считает, что данные показатели объясняются особенностями российской модели развития экономики, где государство принимает значительное участие в формировании рынка и маршрутизации финансовых потоков. Отчасти, это обосновывает возможность создания государственного органа для маршрутизации, схема которого будет исследована в следующих разделах [75].

В свою очередь, анализ отраслевой структуры демонстрирует также доминирование обрабатывающей промышленности. Доминирующий удельный вес данная отрасль демонстрирует на всем промежутке анализа. При этом в 2022 году после введения санкций, отраслевая структура сместилась еще больше в сторону обрабатывающей промышленности. Общие данные отражает рисунок 13.

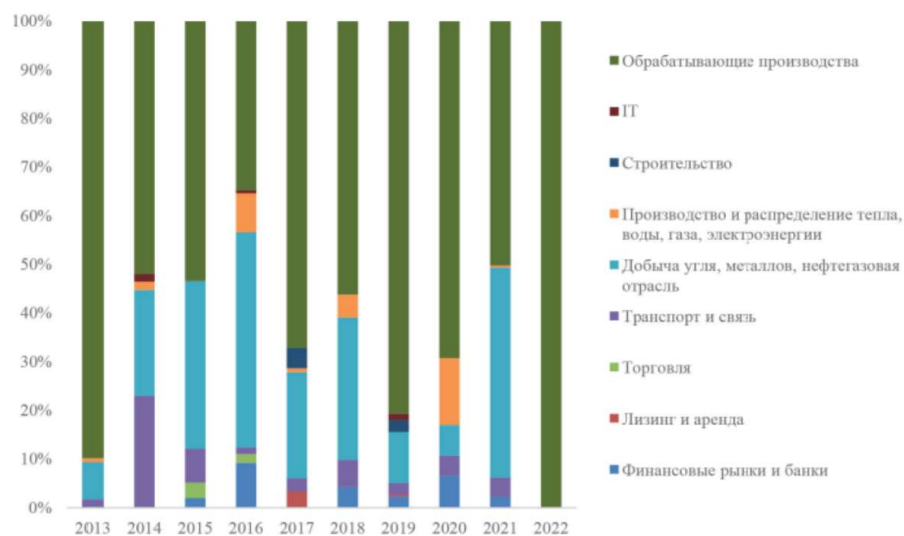


Рисунок 13 - Отраслевая структура предоставленных структурных кредитов отечественным предприятиям (на основании данных о синдицированном кредитовании). (Источник: данные ЦБ РФ) [156]

Если продолжать исследование целей финансирования, то при рассмотрении последнего на данный момент года с нормальным течением экономики, а именно 2019, можно отметить, что до 75% от общего объема средств, выданных по средствам структурного финансирования шло на рефинансирование иных договоров компаний. Добывающая промышленность

являлась лидером в рамках данной цели финансирования, такие компании как Норникель, Metalloinvest и Русал привлекли с помощью рассматриваемых инструментов более 5 миллиардов долларов, которые в дальнейшем шли на финансирование двусторонних займов, ранее полученных компаниями, а то есть, использовались в качестве средств для реструктуризации. Кроме того, активно средства для погашения существующих линий занимали Полиметалл и Уралхим.

Во многом это связано с тем, что инструменты структурного финансирования позволяют инвесторам предоставить предприятиям средства дешевле традиционных методов кредитования. Однако можно отметить не высокую целевую диверсификацию, что особенно необходимо в рамках уже актуальной конъюнктуры.

Исходя из проанализированных данных становится понятным тот факт, что структурное финансирование в нашей стране почти всегда используется исключительно для инвестирования развития крупных проектов и основного капитала предприятий. Данная цель финансирования является полезной и обоснованной, однако кроме глобальных изменений на предприятиях, в зарубежной практике часто структурное финансирование является также источником финансирования текущей деятельности значительного числа компаний, ориентированных на выпуск экспортной продукции. Исходя из этого понимания, открывается значительный потенциал для увеличения числа предоставляемых структурных продуктов. Также, данное утверждение хорошо коррелирует с пониженной инвестиционной активностью в нашей стране после 2014 года, связанной с началом геополитического давления [35].

Общая стагнация подтверждается и макроэкономическими данными о реальных инвестициях России и других стран, что иллюстрирует рисунок 14.

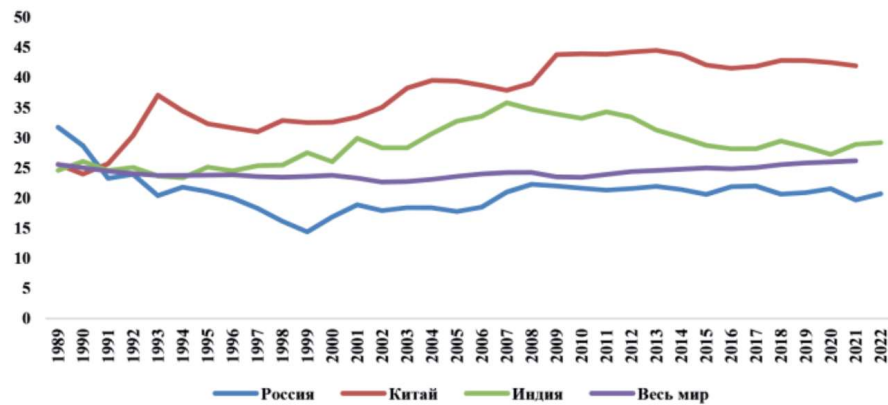


Рисунок 14 - Норма накопления основного капитала в ВВП (Источник: данные Всемирного Банка) [163]

Данные демонстрируют значительное отставание нашей страны в рамках показателя нормы накопления основного капитала, особенно в сравнении с такими сильными экономическими игроками современности, как Китай и Индия. При этом, показатели также уступают общемировому уровню, исходя из чего можно сделать вывод о необходимости развития [101].

Кроме того нужно отметить, что во времена СССР, в некоторые годы показатель инвестиций в основной капитал находился на уровне 32% от показателя ВВП, однако влияние шоков девяностых годов значительно отбросило нашу страну от подобных значений.

Текущий уровень, наблюдаемый в экономике, недостаточен для эффективного финансирования задач, которые ставятся ориентирами национального развития, и, соответственно, для перехода к инновационной модели роста от сырьевой [57].

Сегодня более 70% от общего числа сделок структурного финансирования в мире приходится на Европу и США, кроме того, если проводить дальнейшее углубление в статистику, можно увидеть, что в рамках доли Европы в общем объеме, на Англию и Германию приходится крайне высокий уровень концентрации. Если же говорить об Азии, то доминирующее положение на рынке занимает Япония и Китай, который за последние года значительно наращивает объем проводимых сделок. Все это демонстрирует рисунок 15.

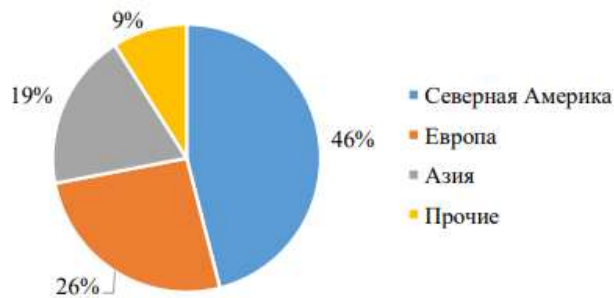


Рисунок 15 - Разбивка по географической структуре сделок структурного финансирования (Источник: разработано автором на основании данных Всемирного Банка) [163]

При этом, от динамики инвестиций напрямую зависит экономический рост страны, и, как следствие, реализация планов по улучшению благосостояния регионов и граждан.

При исследовании источников финансирования основного капитала в свою очередь, проявляется фактор большого потенциала для внешнего финансирования. Как показывает рисунок 16, в среднем по годам, около 50% инвестиций закрывается собственными средствами предприятий, и, кроме того, почти четверть инвестиций покрывается государственным бюджетом. На основании дальнейших расчетов, которые будут проведены в следующих разделах настоящей работы можно отметить, что данная структура не является финансово оптимальной/ Также, можно сказать, что данная ситуация демонстрирует значительный потенциал для внешнего финансирования, в то время как на данный момент на них приходится в среднем не более 30% от общего объема инвестиций [48].

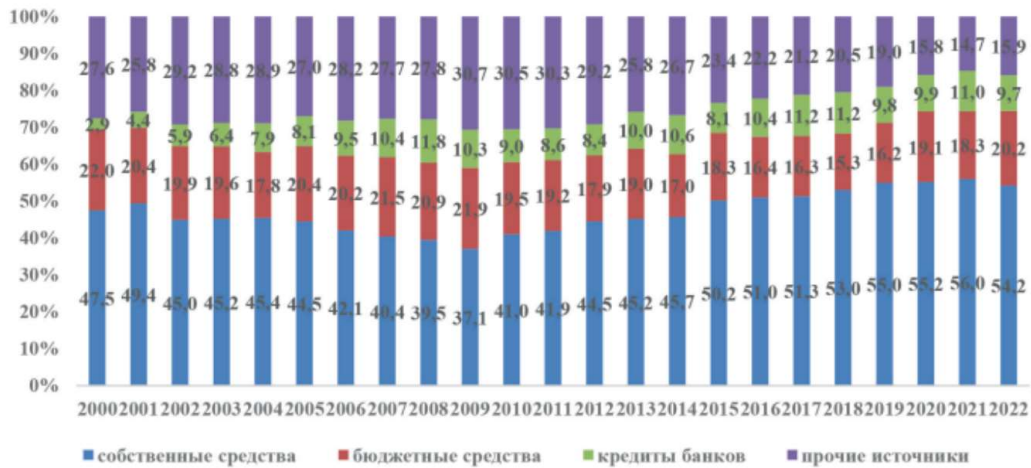


Рисунок 16 - Источники финансирования инвестиций в основной капитал
(Источник: составлено автором на основании изученных материалов и данных Росстата) [143]

Можно отметить, что до начала геополитического давления и вызванной им стагнации с совокупности с общим кризисом мировой экономики, демонстрировались результаты, где объемы сторонних инвестиций в основной капитал доходили до 40% от общего числа. Восстановление ретроспективных показателей в данной сфере, а также их улучшение можно рассматривать как среднесрочную цель развития экономики нашей страны.

Исходя из проанализированной информации можно вывести, что спрос на структурное финансирование часто является коррелирующим показателем с инвестиционной активностью и спросом на реальные инвестиции. При этом, на данный момент, вследствие активного развития импортозамещающих отраслей, потребность в инвестициях растет быстрыми темпами. Замедляющим фактором для развития на данный момент является высокая ключевая ставка и санкционное давление, однако после снятия воздействия факторов, инвестиционным институтам необходимо быть готовыми к ускоренному развертыванию инвестиций на отечественном рынке [57].

Если ранее, до начала Специальной военной операции и геополитического давления на нашу страну, в основном финансирование, предоставляемое в рамках структурирования, шло на реструктуризации задолженностей, сегодня набирает

актуальность направления средств от структурного финансирования на структурное преобразование предприятий для осуществления глубокой модернизации и конкурентоспособности отечественной экономики.

Для предприятий определяющим фактором часто является конечная цена финансирования. Цена с учетом всех имеющихся комиссий и издержек при использовании традиционных форм предоставления структурного финансирования часто может превышать рентабельность активов и планируемые бюджеты предприятий. Все это необходимо для того, чтобы не допустить инверсию финансового рычага на предприятии при проведении внешнего финансирования [102].

Кроме уже обозначенного фактора высокой ключевой ставки Центрального Банка РФ, снижение итоговой стоимости финансирования может достигаться также и за счет внедрения новых инструментов структурного финансирования.

Кроме всего прочего, при анализе статей расходов по Национальным проектам, можно выделить постепенное увеличение расходов на цифровую трансформацию государства. Кроме всего прочего, данный тренд показывает заинтересованность государства в модернизации цифрового пространства нашей страны. Именно поэтому, последние достижения цифровизации необходимо использовать и при проведении финансирования проектов [39].

Так, например, в нашей стране активно развивается рынок цифровых финансовых активов. Однако проблематика использования данного инструмента находится в том, что в основном инструмент используется при краткосрочных размещениях, а также в рамках первичного рынка. При этом практически не получают развития вопросы обращения на вторичном рынке, привлечения инвесторов среди широкого круга лиц, а также работы с налоговыми ограничениями и вопросами.

В 2024 году, согласно данным Центрального Банка Российской Федерации, объем выпусков ЦФА через специализированные платформы достиг отметки более чем в 604 млрд рублей. Кроме того, на первый квартал 2025 года, объем

действующих цифровых активов превысил показатели прошлого года в 5 раз и перешел через отметку в 274 млрд рублей.

На российском рынке на данный момент выпуски ЦФА осуществляет 15 операторов информационных систем. Однако, все операторы фиксируют низкое количество долгосрочных размещений, доля которых нестабильно растет в рамках прошедших периодов.

Платформы отмечают, что крупные предприятия редко прибегают к использованию ЦФА при ведении бизнеса, более предпочтительным этот инструмент остается для банков и субъектов малого бизнеса. Однако преимущества, которые дает использование цифровых активов могут использоваться при ведении широкого спектра бизнеса.

Не смотря на трудности, связанные с недоработанностью законодательства, генеральный директор одной из ОИС, отмечается высокий интерес субъектов бизнеса в работе с новым видом инструментов, так как ЦФА помогают компаниям проводить налоговую оптимизацию деятельности, повышая конечную рентабельность. Выбор ЦФА также часто обосновывается гибкостью и удобством. Динамику рынка можно подробно рассмотреть на рисунке 17.

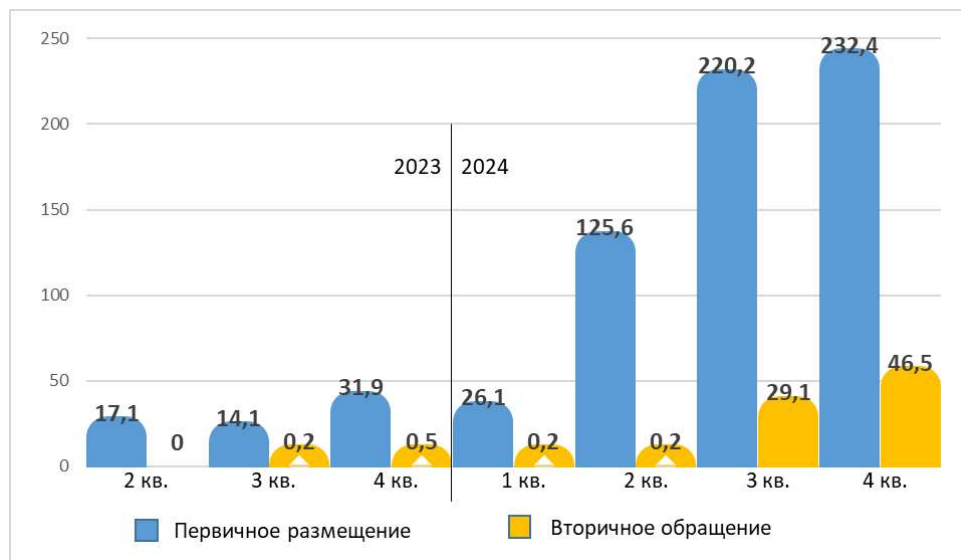


Рисунок 17 - Динамика рынка ЦФА, в млрд руб. (Источник: данные ЦБ РФ) [156]

Директор другого оператора, И. Кузьмичев, поддерживает тезис о малых относительных объемах выпусков у субъектов крупного бизнеса, однако отмечает высокую заинтересованность крупнейших предприятий в использовании нового

инструмента. Такие компании как Ростелеком, а также ММК и Русал начинают активно применять ЦФА для привлечения финансирования. Ростелеком отмечает, что новые технологии позволили продать выпуск на 1 млрд рублей за 3 часа с помощью платформы Альфа-Банка, что является невероятным результатом в сравнении с классическими инструментами привлечения финансирования, где закрытие книги заявок занимает в среднем от четырех до пяти дней. Кроме того, ЦФА являются прекрасной альтернативой краткосрочным кредитам, по мнению многих участников рынка. Часто, компании не используют новый инструмент из-за того, что не видят явных преимуществ перед классическими облигациями, однако взгляд на данный инструмент через призму краткосрочного финансирования может изменить отношение компаний к процессам получения финансирования [76].

На данный момент на рынке активно внедряются новые инструменты привлечения капитала. Так, например, Русал в конце 2024 года произвел размещение собственных цифровых финансовых активов, где цена на актив была связана с ценами на алюминий. Компания рассматривает данное направление как перспективное при наличии устойчивого спроса на такой актив.

ЦФА позволяют оборачивать множество различных активов в цифровой формат токена, из-за чего на данный момент платформами активно размещаются ЦФА, обеспеченные различными видами активами, как, например, залогом недвижимости, и, кроме этого, гибридные цифровые права на различные активы, например, на вино, какао или произведения искусства. Кроме того, цифровые права на товарные активы могут стать отличной альтернативой краткосрочному кредитованию для отечественных предприятий [45].

В итоге можно сказать, что актуальное состояние отечественного рынка структурного финансирования дает понять, что развитие данного инструмента для финансирования региональных проектов промышленности является необходимым условием достижения основных стратегических целей развития государства.

2.2 Анализ текущего состояния рынка структурного финансирования в России в контексте потребностей промышленных предприятий

Общая ситуация на рынке, обусловленная доминированием государственных банков в секторе, высокой концентрацией капитала по отраслям экономики, а также активное участие государства в экономике страны обуславливают значительное число аспектов формирования российской модели структурного финансирования и существующих крупных организаторов данных моделей. Все это во много предопределило появление в нашей стране уникальной институциональной архитектуры, в рамках которой значительная роль отводится именно государственным институтам развития [88].

Можно отметить, что в России государство почти всегда является не только инвестором в рамках различных проектов отечественных крупнейших предприятий, но и архитектором структурных схем. В связи с этим, исследование общей ситуации рынка, системообразующих институтов и исследование эволюции моделей для последующих предложений по их совершенствованию является крайне важным процессом в современных реалиях.

Российский рынок структурного финансирования региональных проектов за последнее время подвергся влиянию значительного числа корректирующих факторов, приводящих к значительным изменениям в механику работы установившейся за последнее время системы.

При этом из-за относительной молодости и несовершенства сложившихся систем, значительное давление геополитических и макроэкономических обстоятельств часто угрожают существованию некоторых направлений рынка структурного финансирования предприятий. При этом, несмотря на данные аспекты, вопрос важности данного направления не теряет актуальности.

Структурное финансирование представляет собой сложный и многогранный набор финансовых инструментов, которые позволяют обеспечивать получение долгосрочного финансирования наиболее удобными способами для конкретной компании, при этом обеспечивая повышение безопасности реализации проекта с позиции наличия дополнительных гарантий для предприятий и кредиторов [142].

Кроме того, на данный момент можно сказать, что понимание основных тенденций рынка структурного финансирования промышленных предприятий во многом помогает проактивно реформировать сложившуюся систему как со стороны регулирующих органов, так и со стороны участников структурирования, для достижения высокой эффективности в условиях значительного санкционного давления на экономику нашей страны. Данные изменения необходимы как для решения имевшихся до наложения санкций проблем и недостатков сложившейся на тот момент системы структурирования, так и для работы с текущими вызовами, вызванными геополитическими преобразованиями.

Именно поэтому можно сказать, что четкое определение тенденции необходимо для удовлетворения запросов рынка [47].

Если обратить внимание на данный вопрос с позиции основных тенденций рынка структурного финансирования региональных проектов, исходя из отчетов Центрального Банка Российской Федерации и докладов Российского союза промышленников и предпринимателей, можно выделить значительное увеличение интереса участников рынка к продуктам структурного финансирования, поиск гибких вариантов получения финансирования участниками рынка в условиях санкционного давления на экономику Российской Федерации, и, кроме того, повышение привлекательности структурного финансирования для реализации сложных проектов энергетического и инфраструктурного сектора [104].

Также, немаловажными факторами является и цифровизация экономики в секторе долгосрочного финансирования, что приводит к появлению на рынке множества новейших цифровых инструментов привлечения капитала.

Все это в итоге становится причиной того, что на рынке происходит плавное повышение интереса участников к финансированию региональных проектов через инструменты структурного финансирования, и, как следствие, наблюдается курс отечественных предприятий на улучшение условий долгосрочного финансирования проектов.

Несмотря на многие положительные тенденции, важным и одним из самых острых вопросов на данный момент является вопрос нормативного регулирования рассматриваемой сферы. Ведь без реформирования данного аспекта рынка дальнейшее развитие во многом является не возможным.

С позиции изменений в регуляторной среде российского рынка, можно отметить значительные положительные тенденции, которые на данный момент активно закрывают наиболее острую проблематику нормативно-правовой среды рынка структурного финансирования проектов промышленности [55].

Таким образом, в последние годы наблюдается устойчивая тенденция к стабилизации и синхронизации нормативной базы, так как сложившаяся до настоящего времени система права часто отличалась разобщенностью в различных нормативных документах и приводила к невозможности использования некоторых инструментов структурирования.

Так как основной целью структурного финансирования является ускорении процессов получения предприятиями финансирования, а также снижение затрат и повышение прозрачности используемых инструментов, некоторые законодательные аспекты, регулирующие деятельность на рынке структурного финансирования, не позволяли (при этом некоторые не позволяют и в настоящее время) использовать инструменты данного вида финансирования для удовлетворения вышеописанной главной цели. Поэтому новые нормативные изменения значительно повышают доверие участников рынка к структурному финансированию.

Однако, несмотря на видимые пробелы в законодательстве в области структурного финансирования, на текущий момент главным вызовом для сферы является уход с рынка иностранных капиталов, юридических практик, стандартов права и санкционное давление на отечественных участников структурирования.

При этом, нельзя также не отметить и значительные трудности, вызванные геополитическим давлением на Российскую Федерацию и ее экономику. До наложения секций, основным источником финансирования на рынке структурирования являлись иностранные финансовые институты. После 2023

года, из-за ухода иностранных капиталов с российского рынка, объемы рынка структурирования значительно снизились, точно также, как и снизился общий уровень организованности (по причине того, что часто роли организаторов выполняли иностранные банки). По этой причине, из-за отсутствия доступа к международным капиталам, российские компании как промышленного, так и финансового сектора вынуждены искать и применять новые подходы к организации структурного финансирования, а регулирующие органы – разрабатывать новые нормативные подходы к структуре сделок [57].

Лучшим вариантом для решения основных проблем этой сферы является конструирование адаптированной базы, схожей с LMA, для организации сделок структурного финансирования по российскому праву без применение не уместных в России аспектов английского права [58]. При этом можно отметить, что на данный момент сложилась уникальная модель правового обеспечения уже заключенных сделок – суды внутри России проводят разрешение споров между участниками процесса структурирования по английскому праву. Данная возможность значительно снижает сложность обеспечения жизненных циклов сделок структурного финансирования, заключенных до начала санкционного воздействия [45].

В рамках данного кейса, возможно говорить о том, что в рамках отечественной юрисдикции возможно создание специализированных судов для разрешения споров по сделкам структурного финансирования, в совокупности с принятием адаптированного LMA в качестве легитимного нормативного источника заключения сделок. При таком подходе не возникнет потребности к изобретению собственной системы права в рамках данной отрасли рынка. При этом вопрос совместимости с гражданским и налоговым кодексом также остается открытым и требующим проработки.

Однако, несмотря на все положительные тенденции, нельзя не отметить группы вызовов, которые в настоящее время угрожают развитию рынка структурного финансирования проектов промышленности.

Значительным образом на равномерность роста объемов рынка влияет возросшая в текущем периоде волатильность основных экономических показателей, таких как курсы валют и уровень инфляции. Из-за нестабильности курсов валют и проблем с платежными каналами, обслуживание уже выданных траншей становится значительной трудностью для предприятий. Потоки финансирования от иностранных финансовых институтов на данный момент или перекупаются российскими инвесторами с изменением некоторых важных условий сделки, или нуждаются в реструктурировании для обеспечения прохождения платежей несмотря на санкционные ограничения [57].

Все это значительным образом сказывается на способности предприятий к возврату средств инвесторов согласно графикам финансирования.

Также, с момента выхода иностранных специалистов из процессов структурирования отечественных сделок финансирования, грамотная организация подобных сделок стала крайне затруднительным кейсом для многих организаций [53].

Важно отметить, что особенностью отечественного рынка структурного финансирования является то, что часто специалисты предприятий являются более компетентными экспертами в вопросах структурирования, чем российские специалисты финансовых институтов, не адаптированные под работу со сложными структурными продуктами. По данным банка ВЭБ.РФ, крайне малая часть банковского сектора имеет аппетит к принятию рисков по структурным продуктам. При этом большая часть специалистов, компетентных в данном вопросе, со временем концентрируется на предприятиях, специализирующихся на получении финансирования с помощью инструментов структурного финансирования проектов. Все это приводит к значительному дисбалансу в процессах организации и трансформации схем организации в сторону повышения значимости получателя финансирования в рамках группы участников структурирования [57].

При этом, данный дисбаланс может приводить к понижению эффективности реализации подобных проектов в совокупности с малым прогрессом в обучении

новых специалистов в рамках данной узкой сферы как на предприятиях, так и в штате сотрудников финансовых институтов-инвесторов. Все это приводит к минимизации выгоды от применения инструментов структурного финансирования и снижению их привлекательности.

Данная проблема также может решена активной поддержкой направления регулятором, например, в рамках налоговых льгот на применение структурных инструментов или путем принятия новых нормативных актов для доступности применения новых инструментов (например, как это произошло с введением цифровых финансовых активов вместе с расширением нормативной базы по данному продукту) [79].

Если же говорить о основах положительных перспективах рынка структурного финансирования, ожидается, что по причине одной из главных негативных тенденций – высокой волатильности, спрос на продукты с высоким уровнем хеджирования станет повышаться. Те факторы, которые на данный момент значительно тормозят развитие исследуемого рынка, уже в ближайшем будущем могут стать основными причинами его развития при грамотной совместной работе предприятий, инвесторов и регулирующих органов. При продолжении санкционных режимов, структурированная логистика движения денежных средств сможет защитить инвесторов и предприятия от санкционных рисков, а также открыть пути получения иностранного капитала из дружественных стран [32].

При этом, уже на данный момент, технологии блокчейна и финтех решения генерируют новые способы использования инструментов структурного финансирования и становятся базой для появления новых решений – все это способствует созданию эффективного рынка структурных финансов в нашей стране.

Подводя промежуточный итог можно сказать, что несмотря на все вызовы современной конъюнктуры, российский рынок структурного финансирования имеет большой перечень положительных тенденций, которые в ближайшем будущем помогут отечественным участникам структурирования и регулирующим

органам создать комплексную работоспособную и автоматизированную систему, в рамках которой структурные продукты станут неотъемлемой частью финансирования региональных проектов промышленности и станут драйвером значительного роста экономики России. При этом, необходимо грамотно проводить анализ и своевременно реагировать на появляющиеся негативные тенденции для эффективного управления рассматриваемой сферой рынка финансирования проектов. Несмотря на все имеющиеся вызовы, российский рынок структурного финансирования имеет все возможности к активному развитию при соблюдении всех вышеописанных рекомендаций.» [75]

Актуальная конъюнктура российского рынка диктует нестандартные подходы к поиску источников финансирования для предприятий для реализации собственных проектов. Из-за высоких ставок на заемный капитал, компаниями рассматриваются альтернативные методы сокращения издержек на привлечение капитала и оптимизации налоговых расходов.

ABS, или секьюритизация активов, является одним из видов структурного финансирования и механизмом финансового инжиниринга, позволяющим конвертировать денежные потоки, генерируемые активами, в торгуемые на рынке ценные бумаги.

При этом в рамках международной практике, на западе данный инструмент структурного финансирования является очень популярным методом привлечения корпорациями финансирования, однако в нашей стране, данный инструмент популярен у ограниченного числа корпораций, в основном у финансовых институтов. В промышленном секторе прецеденты реализации проектов на основе финансирования за счет средств, полученных от проведения секьюритизации промышленных активов, являются крайне редкими. В основном, не популярность данного метода у промышленных компаний объясняется ограниченным количеством одинаковых активов, которые возможно конвертировать в ценные бумаги.

При этом, для произведения секьюритизации, могут применяться различные активы, которыми владеют промышленные предприятия [89].

Выпуск ценных бумаг можно производить под залог имеющегося у предприятия оборудования, станков и производственной техники (в т.ч. транспортных средств), за счет конвертации складских запасов и использования в качестве залога сырья для производства и готовой продукции на складах, за счет применения секьюритизации экспортной выручки, а именно закладывания экспортных контрактов, которые будут генерировать финансовые потоки в будущих периодах, а также за счет поступающих арендных платежей (если у конкретного предприятия имеются площади, подходящие или уже сдаваемые в аренду) [141].

Если сравнивать международный опыт реализации финансирования с помощью секьюритизации активов и отечественную практику, то можно сказать о широком применении механизма за границей по налаженным стандартам, при этом в нашей стране такие структурные механизмы организуются не часто.

Основными потребителями финансирования с помощью ABS в США и ЕС на данный момент являются представители авиационного, автомобильного и энергетического секторов промышленности. Таким образом, под ABS часто подпадают двигатели, вагоны с сырьем и многие активы данных отраслей.

В Китае, в свою очередь, активно развивается организация секьюритизации через конвертацию дебиторской задолженности различных корпораций [107].

Несмотря на то, что секьюритизация в нашей стране редко применяется предприятиями не финансового сектора, в практике доминирует устоявшаяся схема организации процесса.

Можно сказать, что процесс создание данного инструмента структурного финансирования является трудоемким процессом. Однако, финансовый эффект от применения данного механизма финансового инжиниринга обычно перекрывает расходы на организацию.

Среди российского опыта организации финансирования, можно выделить не так много примеров использования механизма ABS. Наиболее известные примеры - в 2014 году, компания РЖД произвела выпуск ABS с использованием в качестве залога арендных платежей за эксплуатацию железнодорожных вагонов, в 2020

году Газпромбанк осуществил секьюритизацию портфеля автокредитов. Можно отметить, что Газпромбанк не является предприятием промышленного сектора, однако отошел от схемы, при которой секьюритизация происходит через конвертацию ипотечных портфелей, а данный опыт может быть использован предприятиями с другими типами деятельности. Также, отдельные потоки структурного финансирования с использованием ABS реализуются предприятиями топливно-энергетического комплекса с обеспечением в виде будущих поставок собственной продукции [78].

При этом доминирующая часть сделок секьюритизации осуществляется в России банками через использование портфелей ипотечных кредитов. Данная практика реализуется по причине того, что портфель ипотечных закладных отвечает всем требованиям депозитариев и легко конвертируется в ценные бумаги. Для этого существует специальный стандартизированный механизм корпорации ДОМ.РФ, позволяющий быстро выпускать секьюритизированные бумаги без использования SPV.

Из-за наличия чрезвычайно широкого перечня возможностей, структурное финансирование помогает предприятиям закрывать любые потребности в необходимом для реализации проектов виде. При этом, как и в любом другом вопросе, существует как широкий ряд преимуществ данного инструмента, так и ряд недостатков [75].

В современной экономике вопрос развития структурного финансирования стоит достаточно остро после ухода с отечественного рынка представителей иностранных финансовых институтов, так как именно они на протяжении двух десятилетий являлись флагманами в вопросах организации структурного финансирования российских предприятий.

Однако многие российские финансовые институты и предприятия, рассматривая вопрос организации финансирования проектов промышленности, часто не обладают достаточным опытом для оценки структурного финансирования с позиции его преимуществ и недостатков. В следствие этого, часто приоритет отдается более простым инструментам рынка финансирования

деятельности предприятий. При этом многие плюсы, которыми обладает рассматриваемый тип финансирования, остаются в тени.

Если же в свою очередь говорить об иностранном опыте, то по мнению экспертов, к причинам быстрого развития структурного инвестиционного финансирования можно отнести тот факт, что из-за высокой конкуренции и неопределенности рынка крупные инвесторы не хотят брать на себя высокие риски, поэтому они предпочитают участвовать в финансировании с рациональным разделением рисков [114].

Кроме того, на общую тенденцию оказывает влияние фактор появления и развитие новых капиталоемких проектов промышленных предприятий, которые требуют крупных финансовых вливаний, что в свою очередь является хорошей базой для использования сложно структурированных схем финансирования.

Однако, к сожалению, не маловажным будет отметить и тот факт, что все больше инвесторов стремятся избежать организационных сложностей при финансировании «сложных» с позиции проводимой деятельности или организационной структуры юридических лиц, выступающих в качестве заемщиков. В то время как в основном структурное финансирование проектов интересно предприятиям с не стандартными условиями реализации проектов.

По сути, вне зависимости от базовых активов, эффективность структурированных инструментов напрямую обусловлена результатами эмиссии и последующего размещения классических долговых ценных бумаг [47].

Кроме того, значительную роль играет и открывающийся синергетический эффект, возникающий от совокупного применения сразу нескольких механизмов структурного финансирования и позволяющий в значительной степени снижать транзакционные издержки, связанные с обращением ценных бумаг и, кроме того, снижает операционные и кредитные риски.

Проведенный анализ позволяет констатировать, что структурное финансирование предоставляет компаниям возможность согласовывать цели распределения не покрываемых страхованием рисков с потребностями инвесторов. Более того, посредством гибкого выбора инструментов и форм

оплаты достигается сочетание привлечения капитала с эффективным риск-менеджментом, что, в конечном счете, способствует снижению стоимости передачи рисков [89].

Кроме того, применение структурного финансирования расширяет возможности компании по привлечению инвестиций от субъектов, не заинтересованных в традиционных финансовых продуктах. При этом комбинация долгового финансирования с деривативами обеспечивает сокращение затрат на обслуживание долга и, как следствие, снижение средневзвешенной стоимости заемного капитала. В свою очередь, со стороны инвесторов стимулом к приобретению таких ценных бумаг выступает возможность получения более высокой доходности, в том числе в связи с ожидаемыми рыночными изменениями [36].

И наконец, объединение нескольких финансовых инструментов в единый структурированный продукт приводит к синергетическому эффекту, выражающемуся, прежде всего, в снижении транзакционных издержек эмиссии и исключении затрат на администрирование деривативных контрактов. Таким образом, данный подход также способствует существенному снижению кредитных, операционных и прочих рисков, связанных с использованием производных инструментов [78].

В итоге исследования важнейших преимуществ структурного финансирования можно сказать, что наличие широкого круга потенциальных инвесторов значительно увеличивает пул потенциальных источников финансирования. Кроме того, в результате участия предприятий в процесса структурирования заметно улучшается структура финансовой отчетности.

Нужно отметить и тот факт, что из-за использования SPV для реализации подобных проектов, денежные потоки по проводимым сделкам становятся заметно более прозрачными и легко управляемыми, что в свою очередь приводит к упрощению мониторинга и снижению бюрократических проблем при сравнении с традиционными методами финансирования. При этом ожидаемые денежные

потоки становятся более предсказуемыми, поскольку компании заранее заключают контракты с поставщиками и потребителями.

Все это в совокупности создает новые возможности для реализации проектов в неблагоприятных условиях, например, во время политического и экономического кризиса, при нехватке внутренних ресурсов компании и остальных негативных факторах, которые свойственны современной конъюнктуре [56].

Однако, значительной проблемой для участников рынка может становиться сложная структура финансовых инструментов структурного финансирования, что в совокупности, с не высокой квалификацией различных типов инвесторов в данном вопросе, может негативно влиять на аппетиты к данным инструментам. Все это в значительной мере увеличивает вероятность неэффективной эмиссии и связанных с этим рисков. Также, можно отметить, что высокая сложность инструментов часто требует привлечения внешних специалистов для реализации сделок при отсутствии квалифицированного штата, что на малых объемах может быть проблематичным фактором для предприятий и инвесторов и приводить к увеличению операционных затрат [127].

Кроме того, из-за не классической структуры инструментов, их продвижение на рынке среди конкурентов должно отличаться хорошим предложением для возможности конкуренции с крупными финансовыми институтами за покупателей.

В свою очередь, на рынок структурного финансирования также влияет значительно высокий уровень ключевой ставки ЦБ РФ, что является одним из главных негативных трендов последних нескольких лет для развития инвестиционной активности в нашей стране. Можно заметить, что активность на долговом рынке также сдерживается негативными ожиданиями участников, что свойственно периодам повышенной волатильности и неопределенности [47].

Часто для реализации структурных сделок применяются облигации и при исследовании долгового сегмента рынка можно отметить, что хотя и облигационная активность компаний в нашей стране остается на среднем уровне,

но предприятия даже при текущих показателях ключевой ставки демонстрируют стабильную заинтересованность в размещениях, что демонстрирует рисунок 18.

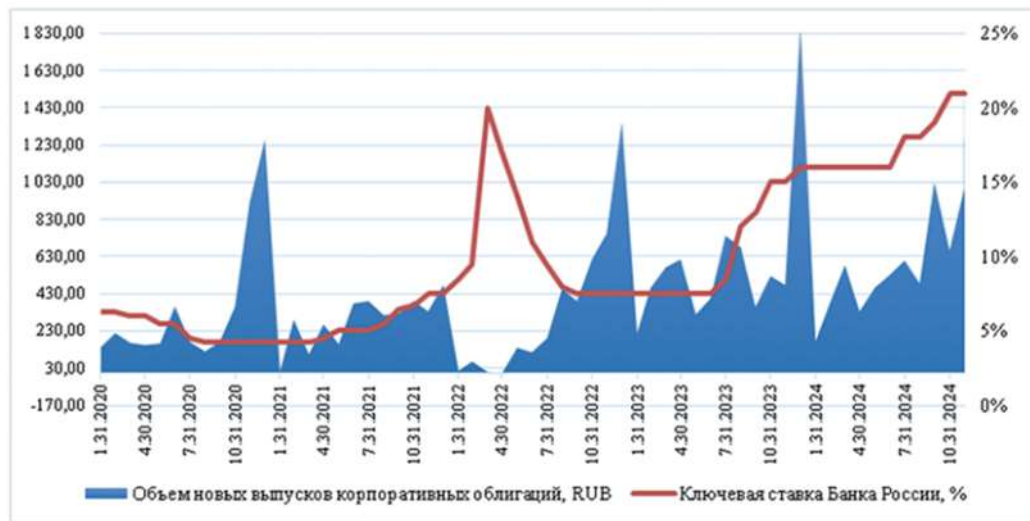


Рисунок 18 - Динамика ключевой ставки ЦБ РФ и выпуска корпоративных облигаций (Источник: данные ЦБ РФ) [156]

При этом отмечается интересная динамика в рамках структуры заемщиков. В 2024 году на рынке преобладали выпуски компаний из реального сектора экономики, в то время как ранее лидерство удерживали финансовые компании. В основном, исходя из информации ЦБ, данный рост происходит за счет компаний нефтегазовой промышленности [108].

Все это подтверждает интерес рынка к финансовому инжинирингу в рамках привлечения финансирования. Однако, из-за фактора высокой ключевой ставки, отмечается снижение интереса к облигациям как у частных инвесторов, так и компаний. Это является негативным фактором в рамках структурирования сделок через привлечения частных инвестиций через облигационные займы.

В итоге можно сказать, что российский рынок структурного финансирования является мощным инструментом государства в рамках реализации промышленной и социальной политики и демонстрирует свою эффективность в поле концентрации значительных ресурсов для реализации крупнейших национальных проектов. Однако анализ демонстрирует высокую концентрацию инструментов и высокую зависимость от государства, а также малую диверсификацию источников финансирования. Слабое развитие данных

механизмов не позволяет эффективно финансировать региональные проекты предприятий более узкого профиля с высоким социальным эффектом. Успешное будущее рынка структурного финансирования региональных проектов на данный момент в значительной мере зависит от его способности в преодолении существующих структурных дисбалансов.

2.3 Российская модель функционирования рынка структурного финансирования и ее влияние на доступность капитала для промышленных предприятий

Можно отметить, что российский рынок структурного финансирования можно охарактеризовать четкой иерархией участников, в рамках которой каждый из них выполняет определенные очередные функции. В глобальном смысле, верх данной системы возглавляют институты развития, выполняя функции маркет мэйнинга, отбора проектов и развития существующих нормативных стандартов.

Главной из них является корпорация ВЭБ.РФ, являющаяся ключевым системным интегратором. Данный институт в форме фабрики проектного финансирования появился в связи с объединением деятельности государства с крупными кредитными организациями ВТБ, Сбер, ПСБ и ГПБ.

В рамках своей деятельности, корпорация в плотной связи с государством определяет приоритетные направления отечественной экономики для поддержки, и сами форматы будущей поддержки. Также, корпорация часто закрывает участки структуры финансирования с наибольшими рисками, тем самым де-рискируя проекты, например, выступая в рамках субординированного кредитора.

Важным аспектом деятельности корпорации также является периодическая организация синдикатов для проведения синдицированного кредитования усилиями нескольких кредитных организаций или отраслевых институтов развития. Все это делается для возможности реализации крупнейших национальных проектов.

Следующим необходимо рассмотреть также созданный государством отраслевой институт развития на базе банка «Российский капитал» и АИЖК, а

именно ДОМ.РФ, сфокусированный в рамках своей деятельности на жилищной политике государства [45].

В рамках своей деятельности, данный институт занимается массовой покупкой ипотечных кредитов у коммерческих банков для осуществления поддержания уровня ликвидности кредитных организаций в рамках рефинансирования. Кроме того, в сравнении с секьюритизацией через получение кредитного рейтинга, на сегодняшний день ДОМ.РФ является лидером рынка в рамках организации секьюритизации и выпуска ипотечных ценных бумаг. Данная функция приносит значительное влияние на развитие вторичного рынка ипотечного кредитования. Вместе с данной функцией, разрабатываются стандарты ипотечного кредитования, LTV и DTI и других показателей, что является важным аспектом для секьюритизации создаваемых пулов кредитных активов [57].

В качестве третьего института развития выступает Российский фонд прямых инвестиций, который в своей деятельности специализируется на привлечении иностранных инвестиций в акционерный капитал отечественных компаний. Важным аспектом деятельности данного фонда является работа в рамках модели совместного инвестирования в проекты вместе с лид-инвестором, что позволяет разрабатывать структурные сделки ориентируясь на международные стандарты и требования международных фондов. Можно сказать, что РФПИ выступает катализатором иностранных инвестиций и соинвестором для множества проектов из различных сфер [86].

Вышеперечисленные институты развития являются первым верхним уровнем существующей системы, выступая системообразующим уровнем.

Следующий этап модели представляет собой пласт получения первичной ликвидности, оригинаторов активов и исполнителей указаний системообразующего уровня, а именно, второй уровень системы представлен кредитными организациями.

Основными участниками рынка в рамках данного уровня являются банки с государственным участием, являющиеся крупнейшими игроками, которые

обладают значительными ресурсами для участия в структурных проектах отечественных предприятий [99].

Такие кредитные организации формируют пулы активов для проведения секьюритизации, а также в рамках сотрудничества с ВЭБ.РФ выступают организаторами и основными инвесторами синдицированного кредитования. Кроме того, они часто приобретают старшие транши сделок секьюритизации.

В свою очередь частные банки в данной системе выступают инвесторами нишевых сегментов, поставщиком инвестиций для проведения структурного финансирования и поставщиками активов для секьюритизации.

Инфраструктурный третий уровень в свою очередь в отечественной модели представлен вспомогательными институтами, задачей которых является юридическое, аналитическое и гарантийное обеспечения деятельности [42].

Основная деятельность данного уровня происходит среди функционала АИЖК, вошедшего в структуру ДОМ.РФ, дочерних структур ДОМ.РФ и юридических консалтинговых компаний. Так, например, функционал АИЖК является ключевым оператором фабрики. В это время структуры ВЭБ.РФ, в особенности Российский экспортный центр, занимаются страховым покрытием экспортных контрактов отечественных компаний, что часто является формой увеличения надежности структурных сделок материнской организации [90]. В свою очередь юридические и консалтинговые центры обслуживают разработку юридических конструкций структурных сделок, обеспечивают работу SPV, а также обеспечивают «due diligence» активов, выполняя всестороннюю проверку и аудит объектов инвестирования.

ВЭБ.РФ на данный момент является одним из наиболее и в общем виде единственным системным интегратором и архитектором экосистемы структурного финансирования.

В качестве выполнения своих прямых функций, данный институт развития имеет широкий инструментарий для функционирования. Одним из таких инструментов является мезонинное финансирование, заключающимся в предоставлении капитала, который в иерархии очередности удовлетворения

требований находится в структуре между наиболее рискованным собственным капиталом и наименее рискованным старшим долгом. Целью использования данного инструмента является увеличение капитальной базы проектов промышленности, что часто необходимо для исполнения нормативных требований, выдвигаемых инвесторами. Тем самым, из-за снижения рисков, коммерческие банки одобряют более крупные транши старшего долга. В среднем на практике, это часто применяется для снижения итоговой процентной ставки по привлекаемому финансированию из-за защиты потенциальных требований банков капиталом ВЭБ.РФ.

На данный момент, под руководством ВЭБ.РФ также активно развивается синдицированное кредитование, где корпорация выступает мандатным организатором. Синдицированное кредитование при этом остается одним из наиболее востребованных типов структурного финансирования в нашей стране.

В рамках данного аспекта, ВЭБ.РФ проводит комлаенс проектов и проводит первичное структурирование сделки. Кроме того, финансирование корпорацией младших траншей часто стимулирует консервативные банки к участию в синдикатах, что увеличивает итоговую сумму инвестиций для предприятий. Также, гарантия ВЭБ.РФ, которую проекты получают при поддержке корпорацией, или обеспечивает повышение кредитного рейтинга выпуска ценных бумаг, который происходит при структурировании, или позволяет учитывать выдаваемые предприятию кредиты с меньшими резервами. Все это на прямую влияет на итоговую ставку структурного продукта и снижает расходы предприятий на обеспечения долга [74].

Кроме того, корпорация часто проводит прямые инвестиции в капитал для решения стратегических задач государства. Часто в рамках выполнения данной функции происходит фокус на проекты несырьевого сектора экономики, оборонно-промышленного комплекса, а также инфраструктурных проектах. В данном кейсе прямые инвестиции также могут использоваться для привлечения других инвесторов в данные проекты.

Все это является в том числе частью другой стратегической функции ВЭБ.РФ, а именно координация системы институтов развития за счет обеспечения согласованности программ финансирования всех институтов. Кроме всего прочего, деятельность корпорации значительно упрощает координацию ресурсов для мультисекторальных проектов, для которых часто может требоваться как совокупная поддержка нескольких институтов развития, так и значительные финансовые вливания синдикатов кредиторов.

Важным аспектом также является и то, что ВЭБ.РФ внедряет единые подходы к риск-менеджменту и оценке проектов, что является хорошей предпосылкой для создания в будущем отечественной системы комплексного регулирования структурного финансирования.

В итоге таким образом можно сделать вывод, что российская модель структурного финансирования региональных проектов промышленности представляет из себя иерархическую и государственно-центричную систему, главной уникальностью которой является то, что основными структурообразующими элементами в ней выступает государственные институты развития, а не инвестиционные банки и частные фонды по аналогии с западными системами. При этом, в нашей стране отсутствует законченная единая нормативная база для реализации сложных структурных сделок по отечественным стандартам [55].

Существующие модели являются хорошим ответом на основные вызовы российской экономики, так как в рамках своего функционирования они позволяют преодолевать дефицит долгосрочного финансирования и высокие риски современной конъюнктуры. Можно сказать, что среди моделей, на данный момент высочайший уровень апробации продемонстрирован ДОМ.РФ в ипотечном секторе экономики, так как позволяет достаточно широко тиражировать типовые финансовые решения для различных организаций. Для максимизации эффективности деятельности ВЭБ.РФ необходима разработка подобных решений для модернизации промышленного сектора экономики страны.

Для дальнейшего развития данных систем требуется глубокая цифровизация и развитие моделей фабрик для работы с новыми типами активов промышленных предприятий для увеличения общего объема рынка и для развития деятельности отечественных компаний в современных условиях неопределенности. Кроме того, может потребоваться усиление кооперации с частными капиталами для снижения инвестиционной нагрузки государства.

Однако, несмотря на все описанные плюсы существующих систем, модель ВЭБ.РФ не является идеальной, из-за чего существует значительное число недостатков. Проработка данных слабых сторон является необходимым этапом развития системы структурного финансирования [57].

ВЭБ.РФ выступает ведущей государственной корпорацией развития, и его основная задача заключается в содействии реализации национальных проектов и поддержки крупных инвестиционных проектов. При этом всем, на региональном уровне деятельность данного института сталкивается со значительным числом вызовов и ограничений.

Первым при рассмотрении корпорации можно отметить негативный фактор крайне высокого порога входа для компаний. В конкретике, ВЭБ ориентирован на системозначимые проекты для страны с объемами инвестиций от 2-3 миллиардов рублей, что является часто не достигаемой суммой для проектов региональных промышленных предприятий при выполнении значимых проектов в рамках своего домашнего региона. Из-за этого создается значительный пробел, в рамках которого средние по размеру проекты как не могут рассчитывать на финансирование местных банков, так и не подходят под критерии ВЭБ.РФ.

Следующий аспект касается недостаточной проработанности «конвейера» фабрики финансирования. Из-за излишней концентрации вокруг ВЭБа и высоких требований к комплексной экспертизе, процедура регистрации проекта может занять значительное время. Из-за этого может быть упущена бизнес-возможность, появившаяся на рынке [47].

Одним из важных негативных факторов, особенно для проектов в сфере инноваций и новых технологий, может становиться консервативность при оценке

рисков проекта. В основном она может выражаться в отсутствии у компаний данной сферы ликвидных, по меркам классической оценки, залогов.

В этом же направлении можно отметить и тот факт, что из-за ориентации на работу с крупными коммерческими банками при работе по схеме синдицированного кредита, перекладывание части риска на партнеров может вызывать не желание крупнейших банков финансировать инновационные проекты с высокой степенью риска.

Из предыдущего пункта можно вывести также и проблему недостаточного присутствия корпорации в регионах. Из-за того, что основные решения принимаются в головной организации, слабая связь с региональными банками и не понимание специфики конкретных регионов могут приводить к отсеиванию потенциально прибыльных проектов. Кроме того, проекты ВЭБа могут сталкиваться с проблематикой разобщенности фондов в конкретных регионах, например, из-за затянутости процедур разработки инфраструктуры, необходимой для реализации проектов корпорации [47].

Среди путей улучшения данной ситуации можно выделить развитие программ фондирования региональных банков с одновременным ростом региональных представительств корпорации. При этом основным недостатком данной модели является разрыв между подходом федерального института к инвестированию с потребностями, согласно заявлениям РСП, региональных предприятий.

В свою очередь, если обратиться к отчетности МСФО ВЭБ.РФ за 2024 год, то можно обратить внимание на неоднозначное положение на рынке.

Анализ выручки демонстрирует, что за год произошел рост на 31%, что говорит об увеличении объемов деятельности компании и о наращивании портфеля финансирования проектов. Также, отмечается рост чистой прибыли корпорации на 45%, что можно связать с увеличением всех видов доходов и сокращением общего объема расходов на создание резервов. Все это также выводит рост на 57% показателя EBITDA как свидетельство прироста эффективности деятельности.

Однако, при анализе свободного денежного потока, можно рассчитать отрицательное значение, что в негативном сценарии может свидетельствовать о трудностях в рамках генерации денежных потоков. С другой стороны, данный показатель демонстрирует высокое значение капитальных вложений.

Кроме того, на 24% наблюдается рост резервов, что может быть на прямую взаимосвязано с повышением кредитного риска среди портфеля проектов. Наблюдается также и высокая доля проблемных кредитов.

В свою очередь анализ структуры капитала показывает хороший норматив достаточности на уровне 17%, однако демонстрирует заметный процент заемных средств в структуре. Также, демонстрируется не высокая текущая ликвидность из-за показателя НЗ в 25% при норме в 50%. Вместе с этим анализ структуры обязательств показывает существующую потребность в рыночном финансировании.

Анализ других показателей также не является утешительным. Коэффициент покрытия ниже нормального значения более чем в 2 раза, в то время как существует риск дефолта из-за высокого финансового рычага. Отчетность также демонстрирует высокий уровень долговой нагрузки [146].

Данный анализ показывает, что вопросы детализации проектов для оценки их доходности могут в ближайшем будущем начать интересовать потенциальных соинвесторов ВЭБ.РФ, кроме того, компания подвержена значительным рыночным рискам. При этом, поддержка государства может компенсировать временные отклонения от оптимальных значений [54].

При этом, модели структурного финансирования могут успешно использоваться бизнесом в кейсах расширения и роста компании, внедрение инновационных решений в различных сферах деятельности, изменение структуры собственников компании, а также для кардинального изменения сферы деятельности и структуры производства.

Из-за значительного количества слабых мест существующей модели, автором предлагается создание новой структуры государственной модели,

ориентированной на удовлетворение потребностей региональных проектов промышленности.

Для развития крупнейших отечественных предприятий и их региональных проектов, особенно в актуальных условиях экономики, необходим стабильный приток капитала, в том числе заемного. При этом, значительные денежные потоки, необходимые предприятиям, часто можно получить только по средствам использования инструментов структурного финансирования. Именно поэтому, вопрос актуальности создания отечественной структуры, регламентирующей все процессы организации, реализации и окончания процесса структурной сделки, остается крайне актуальным [106].

Несмотря на то, что на данный момент активно используется английское законодательство и стандарты Loan Market Association (LMA) для реализации подобных сделок, многие используемые аспекты плохо имплементируются в российское законодательство.

Все это создает очевидный спрос на отечественную систему похожего уровня. При этом прямо заимствование методологий LMA невозможно из-за различий применяемых законодательных систем в России и в Англии.

Первым этапом, опишем основные параметры создаваемой структуры.

В качестве названия может быть использована аббревиатура ФАСФ – Федеральная Ассоциация Структурного Финансирования.

Основными целями создаваемой структуры можно определить такие пункты, как:

- Стимулирование приоритетных и национально значимых отраслей экономики России, направление финансовых потоков в наиболее востребованные сектора отечественной экономики для поддержания экономической стабильности нашей страны и целей национального развития;

- Повышение безопасности отечественного рынка структурного финансирования, повышение стандартизованности и прозрачности рынка структурного финансирования путем минимизации рисков использования предлагаемых инструментов из-за внедрения единых стандартов организации и

детального описания в документации всех возможных кейсов, которые могут возникнуть во время жизненного цикла траншей финансирования;

- Снижение себестоимости заемных средств для предприятий по средствам повышения эффективности привлечения и снижения издержек кредитных организаций на организацию;

- Достижение высокой ликвидности и диверсификации внутреннего рынка заемного капитала внутри страны на основании развития инструментов;

- Понижение порога «крупности» компании для использования ею нужных инструментов структурного финансирования.

Перейдем к описанию организационной структуры создаваемой ассоциации.

Для качественной имплементации разрабатываемых моделей, в качестве наблюдательного совета организации необходимо объединить представителей министерств финансов, экономического развития и промышленности, и торговли, а также представителей Центрального Банка и банка ВЭБ.РФ (как банка, ответственного за Фабрику Проектного финансирования). Основная цель наблюдательного совета – определение направлений и параметров направления потоков финансирования и последующий контроль за их исполнением.

Следующая необходимая структура – исполнительная дирекция ассоциации, составленная из команды высококвалифицированных специалистов в области гражданского права, промышленности, банковских услуг и финансов.

Заключительной структурной единицей должен стать экспертный комитет, составленный из практических специалистов всех вышеприведенных отраслей, специалистов финансового контроля, а также членов научного сообщества по отраслям. Данная единица необходима для корректировки программ исполнительной дирекции путем постоянной экспертизы реализуемых проектов, выявлению и минимизации рисков, и построению рекомендаций для последующего анализа.

Исходя из задач, которые ставятся перед создаваемой структурой, можно определить основные функции создаваемой ассоциации.

Первая и наиболее востребованная функция заключается в разработке стандартной документации на основании адаптации подходов LMA и создание единых шаблонов для кредитных и залоговых операций, а также других продуктов рынка капитала. Вместе с этим можно выделить функцию по поддержанию создаваемой документации в актуальном состоянии исходя из отзывов рынка и актуальной конъюнктуры. При этом, ассоциация обязана поддерживать открытость источников получения стандартизированной документации для участников рассматриваемого рынка.

Вторая функция в рамках деятельности ассоциации – содействие развитию в нашей стране структурного финансирования, и, в частности, синдицированного кредитования предприятий и их региональных проектов.

Вместе с этим, можно также выделить функцию по поручительству за стороны сделки, после процедур прохождения комплаенса для входа в ассоциацию. Данную функцию можно определить совместно с функцией мониторинга выданных траншей с точки зрения контроля отчетности и обеспечения контроля за расходом средств.

Сторонней функцией можно выделить консультационную поддержку потенциальных и действующих участников ассоциации.

С позиции коммерческих функций, для обеспечения самофинансирования создаваемой организации, можно выделить функцию организации секьюритизации активов, так как на данный момент существует только 2 способа организации секьюритизации, которые часто признаются не самыми эффективными, в следствии отсутствия комплексного рынка для данного инструмента.

При этом не исключается получение финансирования от бюджетных ассигнований и средств инвесторов на ранних этапах работы ассоциации.

В итоге можно сказать, что несмотря на риски бюрократизации процессов, риски низкого качества управления и возможной политизации создаваемой ассоциации, наличие таких плюсов как повышение прозрачности рынка, снижения издержек на организацию финансирования, появления

стандартизированной документации для организации сложно структурированных сделок и общее развитие рынка капитала в России, делает вопрос создания подобной организации необходимым к рассмотрению. Ведь только вместе с учетом отраслевых специфик региональных проектов и синергии с финансовыми и промышленными институтами становится возможна реализация потоковых проектов структурного финансирования в нашей стране.

В итоге можно сказать, что применение структурного финансирования в рамках деятельности предприятий является отличным способом инициации развития проектов. Из-за широкого перечня доступных инструментов, при грамотном подходе к организации процессов структурирования, при использовании описанного метода становится возможным создание инвестиционного продукта, учитывающего все потребности конкретного предприятия как с точки зрения профильной деятельности, так и с точки зрения безопасности и скорости осуществления финансирования.

Поэтому подводя итог сравнению преимуществ и недостатков данного инструмента, можно сказать, что несмотря на все минусы структурных финансов, плюсы закрывают значительное число потребностей предприятий, из-за чего использование рассматриваемого типа финансирования является крайне востребованным методом организации финансирования. При этом необходимо грамотно просчитывать все риски организации процессов, а также проводить значительную работу по повышению уровня квалификации профильных специалистов как на предприятиях, так и в организациях, выдающих структурные инвестиции.

В заключении можно отметить, что высочайший потенциал отечественного рынка структурного финансирования к развитию демонстрируется множеством факторов. Например, отмечается значительная цикличность, которая демонстрируется в повторении паттерна, при котором после значительных шоков рынка, на фазе восстановления начинается бурный рост активности на рассматриваемом рынке. При этом отмечается факт того, что усилия отечественных инвесторов не смогли заменить ушедшие с российского рынка

иностранные капиталы. При этом, отмечается значительная разница во множестве аспектов по сравнению с западными моделями структурирования. Основной на данный момент является принципиально иная система организации. Анализ показал, что в текущей ситуации интеграция западных схем не представляется возможной, однако, основной рекомендацией в данной сфере может являться необходимость повышения самостоятельности участников рынка, которая должна проявиться в увеличение значимости региональных инвесторов и предприятий. Очевидно, что российская модель не сможет функционировать без единого контролирующего органа, однако концентрация функций вокруг государственных институтов должна быть уменьшена.

Все это необходимо из-за плотной связи структурного финансирования с показателями экономического роста в нашей стране. Для дальнейшего развития, рынку структурного финансирования в нашей стране необходима стандартизация и качественное нормативное регулирование, а также создание механизмов взаимодействия отечественных региональных предприятий с различными типами инвесторов. Кроме того, в текущей конъюнктуре чрезвычайно важно начать построение качественных механизмов работы уже сейчас, для того, что бы на этапе выхода из под санкционного давления, отечественный рынок мог быстрыми темпами интегрироваться в международную систему и в значительной мере увеличить присутствие на международных долговых рынках. В иной ситуации, при сохранении текущих барьеров, всестороннее развитие механизмов необходимо для восстановления объемов инвестиций с помощью инвесторов-резидентов в рамках достижения целей национального развития и повышения социально-экономических показателей в регионах нашей страны.

3. ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ ПОВЫШЕНИЯ ЭФФЕКТИВНОСТИ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ СТРУКТУРНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ ДЛЯ ОБЕСПЕЧЕНИЯ УСТОЙЧИВОСТИ ПРОМЫШЛЕННЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ

3.1 Проблемы и барьеры использования структурного финансирования для обеспечения стратегической устойчивости промышленных предприятий

Российский рынок структурного финансирования региональных проектов за последнее время подвергся влиянию значительного числа корректирующих факторов, приводящих к значительным изменениям в механике работы установившейся за последнее время системы.

При этом из-за относительной молодости и несовершенства сложившихся систем, значительное давление геополитических и макроэкономических обстоятельств часто угрожают существованию некоторых направлений рынка структурного финансирования предприятий. При этом, несмотря на данные аспекты, вопрос важности данного направления не теряет актуальности.

Структурное финансирование представляет собой сложный и многогранный набор финансовых инструментов, которые позволяют обеспечивать получение долгосрочного финансирования наиболее удобными способами для конкретной компании, при этом обеспечивая повышение безопасности реализации проекта с позиции наличия дополнительных гарантий для предприятий и кредиторов [78].

На данный момент можно сказать, что понимание основных тенденций рынка структурного финансирования промышленных предприятий во многом помогает проактивно реформировать сложившуюся систему как со стороны регулирующих органов, так и со стороны участников структурирования, для достижения высокой эффективности в условиях значительного санкционного давления на экономику нашей страны. Данные изменения необходимы как для решения имевшихся до наложения санкций проблем и недостатков сложившейся на тот момент системы структурирования, так и для работы с текущими вызовами, вызванными геополитическими преобразованиями.

Именно поэтому можно сказать, что четкое определение тенденции необходимо для удовлетворения запросов рынка.

С позиции основных тенденций рынка структурного финансирования региональных проектов, исходя из отчетов Центрального Банка Российской Федерации и докладов Российского союза промышленников и предпринимателей, можно выделить следующие:

- Увеличение интереса участников рынка к продуктам структурного финансирования;
- Поиск гибких вариантов получения финансирования участниками рынка в условиях санкционного давления на экономику Российской Федерации;
- Повышение привлекательности структурного финансирования для реализации сложных проектов энергетического и инфраструктурного сектора;
- Цифровизация экономики в секторе долгосрочного финансирования;
- Повышение интереса у участников рынка к финансированию региональных проектов через инструменты структурного финансирования;
- Курс на улучшение условий долгосрочного финансирования проектов [121].

Несмотря на многие положительные тенденции, важным и одним из самых острых вопросов на данный момент является вопрос нормативного регулирования рассматриваемой сферы. Ведь без реформирования данного аспекта рынка дальнейшее развитие во многом является не возможным.

С позиции изменений в регуляторной среде российского рынка, можно отметить значительные положительные тенденции, которые на данный момент активно закрывают наиболее острую проблематику нормативно-правовой среды рынка структурного финансирования проектов промышленности [56].

Таким образом, в последние годы наблюдается устойчивая тенденция к стабилизации и синхронизации нормативной базы, так как сложившаяся до настоящего времени система права часто отличалась разобщенностью в различных нормативных документах и приводила к невозможности использования некоторых инструментов структурирования.

Так как основной целью структурного финансирования является ускорении процессов получения предприятиями финансирования, а также снижение затрат и

повышение прозрачности используемых инструментов, некоторые законодательные аспекты, регулирующие деятельность на рынке структурного финансирования, не позволяли (при этом некоторые не позволяют и в настоящее время) использовать инструменты данного вида финансирования для удовлетворения вышеописанной главной цели. Поэтому новые нормативные изменения значительно повышают доверие участников рынка к структурному финансированию [98].

Однако, несмотря на видимые пробелы в законодательстве в области структурного финансирования, на текущий момент главным вызовом для сферы является уход с рынка иностранных капиталов, юридических практик, стандартов права и санкционное давление на отечественных участников структурирования.

При этом, нельзя также не отметить и значительные трудности, вызванные геополитическим давлением на Российскую Федерацию и ее экономику. До наложения секций, основным источником финансирования на рынке структурирования являлись иностранные финансовые институты. После 2023 года, из-за ухода иностранных капиталов с российского рынка, объемы рынка структурирования значительно снизились, точно также, как и снизился общий уровень организованности (по причине того, что часто роли организаторов выполняли иностранные банки). По этой причине, из-за отсутствия доступа к международным капиталам, российские компании как промышленного, так и финансового сектора вынуждены искать и применять новые подходы к организации структурного финансирования, а регулирующие органы – разрабатывать новые нормативные подходы к структуре сделок [47].

Лучшим вариантом для решения основных проблем этой сферы является конструирование адаптированной базы, схожей с LMA, для организации сделок структурного финансирования по российскому праву без применение не уместных в России аспектов английского права. При этом можно отметить, что на данный момент сложилась уникальная модель правового обеспечения уже заключенных сделок – суды внутри России проводят разрешение споров между участниками процесса структурирования по английскому праву. Данная

возможность значительно снижает сложность обеспечения жизненных циклов сделок структурного финансирования, заключенных до начала санкционного воздействия.

В рамках данного кейса, возможно говорить о том, что в рамках отечественной юрисдикции возможно создание специализированных судов для разрешения споров по сделкам структурного финансирования, в совокупности с принятием адаптированного LMA в качестве легитимного нормативного источника заключения сделок. При таком подходе не возникнет потребности к изобретению собственной системы права в рамках данной отрасли рынка. При этом вопрос совместимости с гражданским и налоговым кодексом также остается открытым и требующим проработки [125].

Однако, несмотря на все положительные тенденции, нельзя не отметить группы вызовов, которые в настоящее время угрожают развитию рынка структурного финансирования проектов промышленности.

Значительным образом на равномерность роста объемов рынка влияет возросшая в текущем периоде волатильность основных экономических показателей, таких как курсы валют и уровень инфляции. Из-за нестабильности курсов валют и проблем с платежными каналами, обслуживание уже выданных траншей становится значительной трудностью для предприятий. Потоки финансирования от иностранных финансовых институтов на данный момент или перекупаются российскими инвесторами с изменением некоторых важных условий сделки, или нуждаются в реструктурировании для обеспечения прохождения платежей несмотря на санкционные ограничения [54].

Все это значительным образом сказывается на способности предприятий к возврату средств инвесторов согласно графикам финансирования.

Также, с момента выхода иностранных специалистов из процессов структурирования отечественных сделок финансирования, грамотная организация подобных сделок стала крайне затруднительным кейсом для многих организаций.

Особенностью отечественного рынка структурного финансирования является то, что часто специалисты предприятий являются более компетентными

экспертами в вопросах структурирования, чем российские специалисты финансовых институтов, не адаптированные под работу со сложными структурными продуктами. По данным банка ВЭБ.РФ, крайне малая часть банковского сектора имеет аппетит к принятию рисков по структурным продуктам. При этом большая часть специалистов, компетентных в данном вопросе, со временем концентрируется на предприятиях, специализирующихся на получении финансирования с помощью инструментов структурного финансирования проектов. Все это приводит к значительному дисбалансу в процессах организации и трансформации схем организации в сторону повышения значимости получателя финансирования в рамках группы участников структурирования [75].

При этом, данный дисбаланс может приводить к понижению эффективности реализации подобных проектов в совокупности с малым прогрессом в обучении новых специалистов в рамках данной узкой сферы как на предприятиях, так и в штате сотрудников финансовых институтов-инвесторов. Все это приводит к минимизации выгоды от применения инструментов структурного финансирования и снижению их привлекательности.

Данная проблема также может решена активной поддержкой направления регулятором, например, в рамках налоговых льгот на применение структурных инструментов или путем принятия новых нормативных актов для доступности применения новых инструментов (например, как это произошло с введением цифровых финансовых активов вместе с расширением нормативной базы по данному продукту) [98].

Если же говорить о основах положительных перспективах рынка структурного финансирования, ожидается, что по причине одной из главных негативных тенденций – высокой волатильности, спрос на продукты с высоким уровнем хеджирования станет повышаться. Те факторы, которые на данный момент значительно тормозят развитие исследуемого рынка, уже в ближайшем будущем могут стать основными причинами его развития при грамотной совместной работе предприятий, инвесторов и регулирующих органов. При

продолжении санкционных режимов, структурированная логистика движения денежных средств сможет защитить инвесторов и предприятия от санкционных рисков, а также открыть пути получения иностранного капитала из дружественных стран.

При этом, уже на данный момент, технологии блокчейна и финтех решения генерируют новые способы использования инструментов структурного финансирования и становятся базой для появления новых решений – все это способствует созданию эффективного рынка структурных финансов в нашей стране [78].

В это время, блокчейн, являясь многогранной неизменяемой децентрализованной системой для записи данных, часто имеет в своей основе различные инструменты оперативного решения множества проблем рынка структурных финансов в России. Применение данной технологии значительно повышает уровень оптимизации, позволяет создать высокоэффективный контроль за целевым расходованием ресурсов и значительно улучшает скорость взаимодействия участников структурных проектов, как со стороны инвесторов, так и со стороны предприятий-заемщиков.

Одним из вопросов в рамках выбранного вектора исследования является проблема автоматизации процессов структурного финансирования. Смарт-контракт можно назвать решением данной проблемы, так как представляя из себя запрограммированный самоисполняемый алгоритм, построенные на технологии блокчейн, он позволяет проводить автоматизацию многих процессов [76].

С помощью смарт-контрактов возможно настроить автоматические выплаты в зависимости от этапа проекта и, например, проводить выплаты как предприятиям заемщикам на стадии выдачи траншей, так и инвесторам на стадии возврата вложенных средств при достижении заложенных в проект KPI.

Реализация проектов на базе смарт-контрактов позволяет понижать зависимость предприятий в привлечении дополнительных участников в процесс структурирования. Так, например, внедрение технологии позволяет не привлекать

во многие ступени проекта юридических консультантов, финансовых контролеров (в т.ч. банки).

Технология позволяет гарантировать соблюдение единых условий между всеми участниками процесса по договору.

Примером внедрения можно описать концепцию ГЧП-проекта, в котором с помощью смарт-контракта можно внедрить автоматическое перечисление средств подрядчику проекта при условии верификации результатов проделанных работ через IoT-датчики (датчики интернета вещей) [76].

Из-за технических особенностей блокчейна, данный инструмент позволяет значительно повышать прозрачность проходящих через него операций. Данный аспект значительно повышает доверие как инвесторов, так и заемщиков.

Документы и транзакции, проходящие внутри системы, фиксируются в распределенном реестре, который является доступным для аудита другими техническими средствами в реальном времени.

При этом, инвесторы с помощью такого способа контроля могут также в реальном времени следить за использованием выделенных средств, что часто бывает необходимо, особенно в рамках социально значимых проектов.

Для предприятий использование технологии также может быть выгодным решением с позиции выпуска цифровых токенов. Токенизация активов промышленных предприятий значительно упрощает привлечение инвестиций, так как дает унифицированный инструмент [76].

Данные токены становятся доступными для выставления на специализированные платформы, в рамках которых может осуществляться торговля между участниками. Все это повышает ликвидность исходного актива, при том что в своем физическом выражении подобные активы промышленных предприятий часто не обладают характеристикой высокой ликвидности.

Данные преимущества технологии не активно применяются в России, при этом в рамках заграничного опыта, можно наблюдать большое количество кейсов внедрения блокчейна в инфраструктурных проектах и проектах промышленности.

Так, в Китае, в провинции Гуандун, блокчейн уже некоторое время используется для управления потоками финансирования, выделяемыми для строительства промышленных парков. Автоматически данные о понесенных промышленными предприятиями затратами и о планируемых сроках сдачи проектов публикуется в общедоступном реестре. Все это значительно снижает коррупционные риски, которые в Китае достаточно часто становятся источниками проблем при реализации государственных промышленных проектов [76].

В Европейском Союзе в свою очередь, существует проект «European Blockchain Partnership», который тестируется с помощью технологии блокчейна на предмет контроля за распределением субсидий в рамках программ Евросоюза под общим названием «Зеленый курс». Непосредственно с помощью новейшей технологии производится мониторинг модернизации производств. Часто, данные модернизации направлены на повышение экологичности производств с устаревшими технологиями очистки выбросов [76].

Рассмотреть можно также кейс использования блокчейна в ОАЭ. В государстве действует программа «Paperless Strategy», направленная на сокращение бюрократических процедур в нефтегазовой отрасли страны. Блокчейн в данном ключе используется для управления контрактами, что значительно сокращает время на согласование отдельных проектов. По оценке экспертов, общий эффект применения технологии оценивается в 30% сокращения времени на проведение процедуры согласования [76].

На иностранных финансовых рынках, в свою очередь, существуют специализированные платформы для финансирования различных проектов.

Так, платформа Hedera Hashgraph является отличным средством мониторинга расчетов в различных валютах в проектах промышленности международного уровня путем создания децентрализованных приложений.

В финансовом секторе также существуют платформы, позволяющие упрощать работу компаний на рынках. Система Corda используется крупными банками, такими как ING, для процессов структурирования синдицированных

кредитов. Система позволяет создавать синдикаты с автоматическим распределением рисков среди участников.

Подобные системы демонстрируют то, что использование систем, построенных на технологии блокчейн уже сегодня позволяют упрощать деятельность многих компаний. Подобные технологии возможно применять и в нашей стране. При этом, из-за того что технология является новой на рынке, разработка конкурентоспособных систем является возможной из-за отсутствия фактора многолетнего опыта и известности конкурентов, что может стать ключом к активному развитию структурного финансирования в нашей стране.

Таким образом, становится возможным сформировать основные перспективы внедрения технологии блокчейн для региональных проектов [76].

Одним из наиболее возможных сценариев улучшения рынка структурного финансирования региональных проектов промышленности с помощью рассматриваемой технологии можно назвать управление государственными субсидиями. С помощью блокчейна становится возможной четкая фиксация условий предоставления средств государством предприятиям. Особенно актуально это может быть в моногородах, напрямую зависящих от уровня развития основного предприятия. Четкие ковенанты предоставления в данном ключе могут быть рассмотрены как механизм повышения привлекательности предоставления финансирования предприятиям от государства из-за повышения прозрачности проводимых реноваций [76].

Не менее важной перспективой также можно считать возможность выпуска токенов на облигации региональных предприятий. В совокупности с реализацией данных механизмов заимствования через цифровые финансовые активы, становится возможным построение модели, при которой цифровые облигации, обеспеченные активами региональных предприятий, будут размещаться на цифровых платформах, что облегчит процедуры поиска и регистрации инвесторов. Кроме того, данный механизм может быть полезен в рамках развития секьюритизации производственных активов. Данная тенденция демонстрирует, что из-за пластичности рынка, создается возможность комбинирования

инноваций сферы механизмов финансового рынка для достижения значительных результатов в рамках развития сферы структурного финансирования.

В рамках ГЧП-проектов, применение технологии блокчейн также является хорошей перспективой развития. Ключевым механизмом, доступным для интеграции в данной отрасли является применение смарт-контрактов. При интеграции данного механизма в концессионные соглашения позволяет автоматизировать различные процессы без участия внешних контролирующих субъектов. Из-за этого повышается качество и скорость работы как при продвижении по этапам проекта, так и при необходимости пересмотра определенной стадии. Смарт-контракты позволяют моментально учитывать соблюдение условий и ускорять движения проектов [76].

На данный момент уже существуют успешные кейсы внедрения технологии. РЖД совместно со Сбербанком проводили эксперимент по отслеживанию и учету с помощью технологии блокчейна поставок оборудования при реализации проектов железнодорожной компании.

Предприятие Норильский Никель, в свою очередь, проводило тестирование специализированной платформы, построенной на рассматриваемой технологии, позволяющей отслеживать цепочки поставок сырья предприятия. При этом тестирование завершилось с успехом.

Возможно, в ближайшее время мы сможем увидеть промышленное использование данных платформ и ретрансляцию опыта данных предприятий на остальные отрасли российского рынка промышленности.

На основании всего вышперечисленного, на рисунке 1 становится возможным наглядно продемонстрировать систему, при которой блокчейн внедрен в процесс организации структурного финансирования.



Рисунок 19 - Этапы организации структурного финансирования с использованием блокчейна (Источник: составлено автором) [76]

Все этапы структурного финансирования ускоряются и упрощаются от внедрение рассматриваемой технологии. В основном, ускорение происходит за счет использование смарт-контрактов, которые также повышают прозрачность сделки.

При всех плюсах, которые появляются при внедрении технологий, связанных с блокчейном, существуют значительный перечень ограничений и вызовов, встающих на пути цифровизации процессов структурного финансирования [76].

Главным из них являются нормативные барьеры, так как, не смотря на активное развитие отрасли права в данном секторы рынка, правовые статусы смарт-контрактов и токенов остаются не урегулированными до сих пор. Кроме всего прочего, именно модернизация нормативной базы в данном аспекте будет значительно способствовать промышленному внедрению технологий на крупных предприятиях.

С другой стороны, на рынке наблюдается устаревание используемых технологий и инфраструктуры. При этом развитие узлов сетей блокчейна является приоритетной задачей для развития новых технологий на предприятиях в регионах с низким уровнем цифровизации. Часто для применения блокчейна

требуются значительные мощности, которыми на данный момент располагает незначительное число предприятий в нашей стране [76].

При происходящей цифровизации различных процессов, неминуемо встает вопрос кибербезопасности. Различные группировки хакеров на сегодняшний день настраивают сетевые атаки на сервера финансовых платформ с мотивом завладеть обращающихся на них средствах. Платформы для управления крупными проектами в сфере структурного финансирования не минуемо станут мишенью для подобных атак из-за вычлены обращающихся на них денежных активов. Одним из плюсов применения блокчейна в данной сфере является возможность применения определенных специфик технологии для повышения безопасности. Так как данные внутри блокчейна хранятся в распределённых реестрах, взлом «хранилищ» является технически не возможным, так как получение цельной цепочки данных из распределённых реестров невозможно. Однако переходящие данные могут быть ценны для преступников [76].

Глобальным барьером является и то, что рынок часто сопротивляется инновациям и не принимает кардинальные изменения процессинга отлаженных механизмов. Особенно в государственном секторе это может серьезно сказываться на скорость внедрения технологии блокчейн в сектор структурного финансирования региональных проектов промышленности.

Для глобального внедрения технологии блокчейн на рассматриваемый рынок в нашей стране необходимо проведения комплексных процедур развития многих сфер финансового рынка. Для грамотной имплементации технологии, на основании изученной информации становится возможным дать основные рекомендации по внедрению.

Таким образом, для внедрения технологии блокчейна необходима разработать перечень национальных стандартов, ориентированных на блокчейн-платформы в сфере финансирования региональных проектов промышленности.

Необходимо также создание в регионах специализированных площадок «песочниц» для тестирования пилотных проектов перед внедрением их на

реальные производства. Базами для таких площадок могут стать уже существующие платформы в Сколково или потенциальные площадки в ТОСЭР.

Необходимым элементом внедрения технологии является также и обучение кадров для работы с инструментами блокчейна. Для развития рынка необходимо провести реструктуризацию программ подготовки будущих сотрудников государственных органов и промышленных предприятий для возможности обучения студентов особенностям работы с инструментами блокчейна. Данные знания также помогут будущим специалистам развивать и другие сферы финансового рынка России [76].

Важным условием также является активное стимулирование государственных площадок развития к созданию решений для работы с технологией. Например, стимуляция ВЭБ.РФ и крупных IT-компаний нашей страны к сотрудничеству для создания передовых решений.

В итоге можно сказать, что внедрение блокчейна в процессы проведения структурного финансирования региональных проектов промышленности способно стать ключевым элементом глубокой цифровизации отрасли, обеспечивая повышение уровня прозрачности, скорости и безопасности проводимых сделок для борьбы с вызовами актуальной конъюнктуры на рынке. При этом, массовое промышленное внедрение технологии требует значительного развития технической базы множества предприятий, а также активной доработки нормативно-правовой базы. Кроме того, важным аспектом является потребность в изменении устаревшего менталитета участников рынка. При этом, опираясь на опыт успешных кейсов других стран, можно сказать, что блокчейн является не просто популярным трендом, а крайне полезным инструментом ближайшего будущего, необходимым для решения множества экономических задач.

В итоге можно сказать, что несмотря на все вызовы современной конъюнктуры, российский рынок структурного финансирования имеет большой перечень положительных тенденций, которые в ближайшем будущем помогут отечественным участникам структурирования и регулирующим органам создать комплексную работоспособную и автоматизированную систему, в рамках которой

структурные продукты станут неотъемлемой частью финансирования региональных проектов промышленности и станут драйвером значительного роста экономики России. При этом, необходимо грамотно проводить анализ и своевременно реагировать на появляющиеся негативные тенденции для эффективного управления рассматриваемой сферой рынка финансирования проектов. Несмотря на все имеющиеся вызовы, российский рынок структурного финансирования имеет все возможности к активному развитию при соблюдении всех вышеописанных рекомендаций [76].

Однако, российский рынок структурного финансирования начал формироваться сравнительно недавно, что объясняет его недостаточную урегулированность с различных точек зрения. Как правило, в России большинство структурных сделок сводятся к упрощенной схеме, которая отличается от стандартного кредитования, по сути, лишь наличием нескольких кредиторов. При этом вторичный рынок структурных ссуд практически не развит и начал активно формироваться, как это ни парадоксально, лишь под воздействием санкционного давления на иностранные компании.

В настоящее время ключевым драйвером трансформации данного рынка, несомненно, выступает тесная взаимосвязь субъектов с общеэкономической конъюнктурой и их высокая зависимость от различных внешних факторов. Следовательно, рынок структурных сделок требует постоянного мониторинга и своевременного внедрения корректировок в правовой, экономической и организационной сферах [76].

Теперь обратимся к детальному анализу ключевых проблем рынка в рамках обозначенных категорий.

Главной проблемой в области экономических проблем рынка, по общему признанию, является практически отсутствующая целевая диверсификация. В частности, в нашей стране подавляющее большинство структурных кредитов преследует одни и те же цели: заемные средства привлекаются либо на общие нужды, либо для рефинансирования. Показательно, что лишь 15% кредитов, выдаваемых синдикатами в России, направляются на проектное финансирование

корпораций. Это сдерживает развитие рынка из-за недостатка крупных, по западным меркам, синдицированных сделок. Данная тенденция сохраняется даже несмотря на то, что с 2019 года доля проектного финансирования демонстрирует ежегодный рост [74].

В особенности актуальным вопрос проектного финансирования для запуска импортозамещающих производств становится в текущих условиях. На данном этапе построение эффективных систем финансирования таких компаний представляет собой серьезную проблему.

Кроме того, проблемой является низкая активность синдикатов на рынке сделок слияния и поглощения, который составляет основу развитого рынка структурного финансирования на Западе.

Следующим аспектом выступает слабая отраслевая диверсификация сделок. В основном данным продуктом пользуются субъекты крупной промышленности, особенно металлургической и химической, и финансового сектора. Опять же, как и в предыдущем случае, из-за низкого внутреннего спроса на продукцию других отраслей структурное финансирование в них практически не применяется, хотя в других странах наряду с тяжелой промышленностью активно получают финансирование через рассматриваемые механизмы такие отрасли как машиностроение, станкостроение, деревообработка, а также оптовая и розничная торговля. Однако в России решение данной проблемы напрямую связано с необходимостью масштабного подъема этих отраслей.

К организационным проблемам также относится отсутствие унифицированной базы процедур, которая могла бы служить ориентиром для проведения сделок. Зачастую, для компенсации недостатка опыта в России применяется иностранная структура сделок, которая не всегда учитывает специфику региональных рынков внутри России и может быть не самой эффективной.

В результате у заемщика формируется восприятие отечественного рынка структурного финансирования как нестабильного, что подрывает доверие к долгосрочным и сложным структурированным сделкам. Заемщику часто сложно

выбрать оптимальных участников, так как технологии кредитования кажутся ему излишне рискованными. Во многом это является следствием отсутствия в России авторитетных и опытных организаторов синдикатов, что объясняется ориентацией отечественных банков на равноправную структуру. Добавим, что у российских банков практически нет сложившейся репутации в международных проектах, и поэтому на мировых рынках они менее интересны для заемщиков, чем банки из других стран с безупречной репутацией. Кроме того, на данный момент, из-за санкционных ограничений, доступ к международным долговым рынкам ограничен как для банков, так и для предприятий [45].

Кроме того, в нашей стране сложно подобрать банки с сопоставимыми возможностями, поэтому у организаторов часто возникают трудности при реализации сделки, что увеличивает время на структурирование и иногда негативно сказывается на качестве синдиката.

Существенным тормозом развития является слабая инфраструктура рынка в целом, выражающаяся в недостатке профильных аудиторских и страховых компаний, а также различных банковских объединений. При этом организаторы редко прибегают к услугам таких компаний, даже если они представлены на рынке. Для сравнения, в западной системе основные стандарты разрабатываются английской LMA, которая успешно унифицирует процедуры структурирования и регулирует тем самым общее течение развития рынка [78].

В свою очередь, если говорить о внутренней организации банков, то при реализации сделок часто возникает конфликт интересов между различными подразделениями из-за отсутствия практики проведения подобных сделок и пересечения зон ответственности. В итоге разные отделы банка могут начать внутреннюю ценовую борьбу за клиента, что, как минимум, приводит к ориентации на низкую цену, а не на качество продукта, а как максимум к потере клиента. Подобные конфликты могут возникать и между участниками синдиката, так как банки начинают переманивать клиента более выгодными условиями, что разрушает доверие и делает невозможным построение долгосрочных партнерских отношений. Избежать этого позволяет работа организатора синдиката в качестве

обеспечительного агента и букраннера, что способствует налаживанию делового сотрудничества внутри синдиката.

Российскому рынку структурного финансирования, ко всему прочему, не хватает новых заемщиков, так как новые крупные компании появляются редко. Со стороны кредиторов рынок также однообразен. Более половины всех сделок организуются иностранными банками, а активные участники рынка синдикаций в России не меняются годами, и из года в год основными игроками остаются крупнейшие банки. Новые кредитные организации на рынке структурирования практически не появляются, хотя для его развития это необходимо [78].

Также рынку свойственна высокая роль заемщиков, обусловленная слабостью банков-организаторов. Поэтому очень часто заемщики сами занимаются предварительным структурированием сделки и ее координацией. В основном это связано с тем, что именно заемщики являются более опытными участниками рынка структурных сделок, в то время как банки осуществляют их относительно редко. Это также является сдерживающим фактором для профессионального развития рынка.

Из этого вытекает и другая проблема. Для реализации подобных сделок требуются специалисты с узкоспециализированными и редкими навыками, которых часто не хватает. Практически всегда таких сотрудников привлекают из иностранных банков, что делает их труд чрезвычайно дорогим, особенно для региональных банков, которые не имея ни необходимого штата и опыта, не могут участвовать в подобных потенциально выгодных для них сделках.

Сделки на рынке структурного финансирования также достаточно однотипны, и банки редко объединяются для финансирования высокорисковых инновационных проектов, не используя основное преимущество синдикатов в аспекте распределения рисков.

Наряду с этим в стране отсутствует необходимая нормативная база для проведения таких сделок, поэтому большинство из них структурируются по основам английского права, часто без должной адаптации к российским реалиям. Если же говорить о специфических операциях на вторичных рынках, то для

многих механизмов в целом отсутствует даже четкое понимание регуляторов относительно их законности [90].

Ключевой проблемой с правовой точки зрения является то, что данная деятельность не выделяется в отдельный вид кредитования и, следовательно, не имеет собственной системы нормативного регулирования. В то время как в странах с развитыми рынками синдикаций эти механизмы постоянно совершенствуются, и выделенные структуры (например, LMA и LSTA) регулируют и стандартизируют как первичный, так и вторичный рынок, способствуя их ускоренному развитию. Хотя в России и предпринималась попытка создания профильного комитета для регулирования данного рынка, на сегодняшний день такая структура не функционирует, и вопрос о ее необходимости остается открытым.

Помимо недостатка регуляторов, в правовой системе, касающейся структурных сделок, имеются заметные пробелы. Законы в области синдицированного кредитования с середины 2010-х годов активно модернизировались в рамках Гражданского Кодекса. В итоге, для более серьезного регулирования взаимоотношений между участниками кредитных синдикатов был принят Федеральный Закон № 468-ФЗ, который определил и конкретизировал множество аспектов, но не оказал серьезного влияния на рынок из-за необходимости дальнейшей доработки для совершенствования бизнес-процессов.

Так, например, одним из спорных положений 468-ФЗ является ст. 2, ограничивающая перечень участников синдиката и фактически устанавливающая дискриминационные условия для российских юридических лиц. Для участия в синдикате российскому предприятию необходима лицензия, в то время как для иностранных юрлиц достаточно возможности заключать кредитные договоры. Это предоставляет необоснованные преимущества иностранным корпорациям и не позволяет российским компаниям в полной мере реализовывать свои компетенции в сфере структурного финансирования.

Вторичный рынок, в свою очередь, значительно сдерживается ст. 8 468-ФЗ, которая усложняет работу кредитного управляющего, запрещая передачу прав требований по договорам синдицированного кредитования. Это косвенно запрещает управляющему продать свою долю и выйти из синдиката через уступку прав другому юрлицу. Данное ограничение сдерживает развитие вторичного рынка структурных сделок в России, так как кредитный управляющий может отказаться от сделок из-за финансовых опасений. Для других же механизмов структурного финансирования часто вообще не существует механизмов продажи [75].

Несовершенны также и судебные стандарты разрешения споров между синдикатами и заемщиками. В свою очередь, из-за отсутствия необходимого опыта суды не всегда могут грамотно разрешать возникающие споры, создавая некорректные с точки зрения бизнес-процессов прецеденты. В основном от этого страдают инвесторы, что приводит к желанию сторон действовать под юрисдикцией иностранного арбитража.

Совершенствование законодательства в данной области крайне необходимо, в первую очередь, для перевода совершаемых сделок на российские стандарты. Статистика показывает, что только 5% сделок осуществляются по российским стандартам, и обычно все они заключаются в иностранной валюте. При этом английские стандарты LMA не всегда подходят для российской экономической и правовой действительности. Для оптимального развития рублевого рынка с участием российских компаний необходимы собственные стандарты, которые, будучи столь же проработанными, как и английские, учитывали бы специфику ведения бизнеса в России.

В итоге анализа проблем российского рынка можно выделить пять ключевых направлений для разработки решений.

Основных проблем в технологическом аспекте две. Первая выражается в неоправданно трудоемком и долгом процессе расчета процентной ставки, решением которой может стать модернизация механизмов расчета и создание новой модели. Вторая, в свою очередь, заключается в конфликте интересов между

подразделениями финансовых институтов, решением чего может стать внедрение четкой модели разграничения полномочий [57].

Главная проблема условий рынка заключается в расхождении ожиданий заемщиков и кредиторов, что приводит к дефициту качественной клиентской базы. Одним из решений может стать сбор статистики по сделкам и оптимизация условий для клиентов, в чем может помочь использование блокчейн-технологий.

В аспекте документарного оформления существует одна ключевая и одна сопутствующая проблема. Основная заключается в неразвитой нормативной базе и несовершенстве правовых аспектов. Решение должно включать изменение и разработку всей нормативно-правовой системы, возможно при участии ключевых игроков рынка, а также создание отдельного стандартизирующего органа. Сопутствующей проблемой в данном аспекте является также и частое присутствие аффилированных лиц в сделках. Решением может стать разработка памяток для участников и доработка законодательства в сторону сужения критериев признания лица аффилированным [36].

Главной проблемой в области рынка является слабое развитие в России рынка M&A, что приводит к низкой диверсификации целей кредитования. Для запуска рынка M&A необходимо активизировать использование инструмента бридж-кредитования.

В аспекте субъектов рынка проблемы есть как со стороны регулятора, так и со стороны участников. В России отсутствует единый регулятор, способный стандартизировать вопросы рынка на детальном уровне. Для решения необходимо создать новую регулируемую структуру по западному образцу. Со стороны участников основная проблема заключается в недостатке опыта региональных банков в организации структурного финансирования. Решением может стать появление единого института развития, исполняющего функции расчетного центра для малых региональных банков и помогающего им участвовать в сделках.

Для решения проблем с пересечением полномочий клиентских менеджеров и бизнес-подразделений банкам рекомендуется четко разграничить их функции. Клиентский менеджер должен заниматься взаимодействием с существующими

клиентами и привлекать новых, а бизнес-подразделение консультированием и организацией бизнес-процесса. При этом клиентский менеджер не должен работать с новыми клиентами, привлекаемыми бизнес-подразделениями.

Для контроля аффилированных лиц банкам необходимо в открытых источниках публиковать их перечень и предварительные требования для получения одобрения [67].

Необходимым шагом со стороны Банка России является создание специализированного регулирующего органа для рынков структурного финансирования. Его главными функциями должны стать установление норм отбора банков и заемщиков, обеспечение юридического сопровождения сделок, разработка и, кроме того, внедрение стандартов, регламентирующих права и обязанности всех участников.

Для улучшения диверсификации целей и активизации рынка M&A российским компаниям предлагается активнее использовать бридж-кредитование и другие инструменты синдикаций, как например андеррайтинг на рынке облигаций. Для развития этих инструментов требуется активное участие Банка России. Повышение активности на рынке M&A, во-первых, диверсифицирует рынок, а во-вторых, создает больше крупных несырьевых предприятий, являющихся потенциальными заемщиками [58].

Для развития отечественного рынка необходимо совершенствование законодательства, включающее:

- адаптацию стандартов LMA к российским условиям и их внедрение в нормативные акты;
- изменения в 468-ФЗ в части конкретизации полномочий кредитного управляющего и определения временных рамок эксклюзивности сделки;
- изменения в ГК РФ в части определения основ соглашения синдиката, обеспечения сделок, применения ковенант и вознаграждений;
- поправки в Инструкцию Банка России № 199-И для уточнения расчета коэффициентов риска для залогового управляющего.

Крайне важным является проведение глубоких изменений в институциональной структуре функционирования малых и региональных банков. Одним из решений может стать создание государственного координирующего банка, который взял бы на себя роль центра контроля, расчетов и организационного центра для вовлечения региональных банков в рынок. Его функции должны включать в себя контроль за соблюдением расчетов, управление фондами, консолидацию ресурсов региональных банков, а также разработку единой политики реализации сделок [24].

В итоге можно заключить, что российский рынок структурного финансирования сталкивается с широким спектром проблем во всех сферах деятельности, от решения которых зависит будущее синдикатов и рублевых сделок. Вместе с тем выявленные проблемы разрешимы, и развитие рынка по обозначенным направлениям поможет ему приблизиться по эффективности к западным аналогам и стать зрелым, регулируемым и справедливым для всех участников. На текущий же момент существует масса вызовов, включая проблемы в нормативно-правовой, организационно-правовой и экономической сферах.

3.2 Развитие инструментов структурного финансирования и рынка ЦФА как фактор повышения доступности ресурсов различной срочности для промышленности

Перейдем к рассмотрению перспектив функционирования в России вторичного рынка структурного финансирования. Если первичной рынок синдикаций в нашей стране функционирует и развивается уже относительно много лет, то вторичный рынок находится в стадии создания. На данный момент его популярность начала резко расти в связи с принятыми против России санкциями, из-за чего многие иностранные кредиторы начали выходить из синдикатов по кредитованию российских заемщиков и продавать свои доли отечественным банкам, не попавшим под санкции. Также и российские банки, попавшие под блокирующие санкции, пытаются минимизировать свои потери, в разрабóченный срок продавая свои структурные кредитные активы с серьезным

дисконтом, из-за чего вторичный рынок начал стремительнейшим образом развиваться.

При этом, без развития данного сегмента рынка структурного финансирования проблематично и развитие первичного рынка, так как вторичный рынок помогает банкам решать некоторые особенные задачи. Основная задача данного рынка – повышение качества управления кредитными активами, а также реструктуризация портфеля [57].

Внутри банка ежегодно определяются основные направления развития, а также в постоянной динамике находится аппетит к риску к отраслям. Все это определяет то, что банкам не всегда выгодно доводить кредитное соглашение до конца его срока. Также, некоторые банки имея возможность заключать большое количество сделок часто сталкиваются с нормативами, которые не дают им кредитовать потенциальных клиентов. Такие банки хотят зарабатывать на своих связях и возможностях, однако часто не имеют возможности этого делать.

В иностранном опыте, где банк-агент не раскрывает вторичный состав кредиторов заемщику, на участников синдиката практически не накладывается ограничений по передаче своих кредитных активов другим организациям за комиссию. Таким образом, частой ситуацией в сделках по английскому праву является заключение крупными банками большого количества сделок на первичном рынке структурного финансирования, куда такие банки заведомо заходят для дальнейшей продажи своего актива более мелким банкам [78].

При этом при удовлетворении созданных LMA нормативов и при одобрении банка-агента, данная сделка проходит чрезвычайно быстро и легко. При этом заемщику не раскрываются конечные кредиторы, из-за чего он не может помещать сделке из-за недоверия к кредитной организации вторичного рынка, так как все вторичные кредиторы проходят тщательную проверку банками-продавцами, а также соответствуют всем необходимым стандартам, из-за чего риски такой сделки становятся минимальными.

Сам же заемщик в свою очередь не имеет никаких прямых отношений с составом синдиката, так как банк-агент сам занимается распределением

полученных процентов, из-за чего его заинтересованность в препятствии данным процессам также низкая. При этом на данный момент вторичный рынок структурного финансирования приобретает еще одну функцию – иностранные банки боясь санкций продают свои кредитные активы в России, выбирая для этого не санкционные российские банки. Также свои структурные кредитные активы продают и попавшие под санкции банки (все крупнейшие российские участники рынка структурного финансирования на данный момент находятся под блокирующими санкциями) [35].

При этом проблемы видны на этом этапе особенно сильно – процедура продажи долей синдикатов иностранных банков происходит в разы быстрее и бесппроблемнее, чем долей российских банков. Причина – отсутствие профильного законодательства и необходимость ручного управления ЦБ РФ каждой сделкой, а также отсутствие в нашей стране институциональной среды, например, специализированных брокеров долей структурных сделок. На данный момент организации используют вторичный рынок структурных сделок для достижения легкого рефинансирования имеющихся кредитов, для поиска новых возможностей для извлечения прибыли за счет продажи, а также для возможности понизить нагрузку на одного клиента/сектор для больших кредитных организаций. Кроме того, часто вторичный рынок может использоваться из-за того, что выкупленные доли возможно использовать в роле базового актива по сделкам с различными финансовыми инструментами. Также ценится возможность малых кредиторов стать участниками сделок на недоступных для них секторах рынка. Одним из важнейших же аспектов использования вторичного рынка структурного кредитования может становится то, что банки-кредиторы получают возможность реинвестировать ранее вложенные средства в другие более интересные для него в данный момент отрасли без финансовых потерь.

Однако, на вторичном рынке синдикаций проблем существует еще больше, чем на первичном. В основном малая развитость первичного рынка приводит в нашей стране к отсутствию вторичного. При этом вторичный рынок требует еще больше изменений нормативно-организационной конъюнктуры. В России спрос

на продукты вторичного рынка структурных сделок достаточно большой, при этом из-за специфики нашего рынка (продажа имеющихся кредитных активов практически всегда происходит не в рамках желания банка), только 2% долей от общего числа заключаемых структурных сделок уходят на вторичный рынок, из-за чего на рынке практически всегда отсутствуют активы. Это во многом объясняет и сырое законодательство в данной сфере [58].

Эти проблемы в итоге приводят к тому, что даже у крупнейших российских банков отсутствует необходимый опыт для реализации подобных сделок. Изучение механизмов этих сделок возможно только на основе примера международных банков, получающих значительные доходы по комиссиям за продажу долей синдикатов. При этом данные механизмы не всегда реализуемы в нашей стране. Однако несмотря на то, что российские банки не принимают модель добровольной продажи своих кредитных активов, на деле вторичный рынок способствует улучшению механизмов работы с рисками.

Основными проблемами законодательства в данной сфере являются особенности налогового законодательства, которые не дают не полностью передавать долю в кредите, а также не описывают процедуры налогообложения таких долей, а также не проработанность в законодательстве аспекта того, что покупатель доли структурного кредита не может получить информацию о финансовом положении заемщика от продавца доли из-за отсутствия у него права разглашения конфиденциальной информации.

Можно отметить, что российское право не регламентирует полный процесс продажи долей синдикаций, из-за чего ориентация в данном вопросе происходит на нормы английского права.

Все это приводит к невероятно низкой популярности данного инструмента у продавцов на отечественном рынке [79].

В итоге можно сказать, что, как и в вопросах совершенствования первичного рынка структурных сделок, для развития вторичного рынка необходимо разрабатывать новые российские стандарты ведения подобных сделок, а также развивать законодательство в сторону упрощения ведения сделок

на вторичном рынке структурного финансирования. Со стороны банков в свою очередь требуется отойти от позиции скептицизма в отношении нежелания «делиться» банковскими связями и с помощью анализа экономических моделей доказать центрам принятия решений что развитие корреспондентских отношений в данной сфере приведет к многократному увеличению прибыли за счет развития вторичного рынка синдикаций. В данном вопросе хорошим примером могут послужить западные банки, активно привлекающие своих партнёров для ведения деятельности на вторичном рынке (также можно сказать, что на данный момент вторичный рынок структурных сделок в России в основном развивается за счет бывших сотрудников западных банков, на данный момент работающих в российских кредитных организациях).

Использование цифровых финансовых активов (ЦФА) как в мире в целом, так и в нашей стране в частности, началось сравнительно недавно и на сегодняшний день выпуск и обращения данной категории активов является новейшей технологией для отечественного рынка [74].

При этом, из-за многочисленных преимуществ технологии она может быть успешно применена во многих отраслях российской экономики, в том числе и в вопросах развития рынка структурного финансирования региональных проектов промышленности. В частности, из-за того, что ЦФА создаются на базе популярной в наши дни технологии распределенных реестров, сделки, построенные на данном виде активов, за счет смарт-контрактов, возможно полностью автоматизировать в части исполнения сделок.

Центральный Банк Российской Федерации определяет ЦФА как цифровые права, включающие денежные требования, а также возможность осуществления прав по эмиссионным ценным бумагам, права участия в капитале не публичного акционерного общества, право требовать передачи эмиссионных ценных бумаг, которые предусмотрены решением о выпуске ЦФА [74].

В международной практике, недавнем отчете «Определение цифровых активов», опубликованном Институтом Свифта, Алистер Милн, профессор Школы бизнеса и экономики Университета Лафборо, определяет цифровые

активы как «виртуальные записи стоимости, которые напрямую хранятся и передаются через общий криптографически защищенный реестр».

Как поясняется в отчете, цифровые активы бывают разных форм и могут быть разрешенными или не требующими разрешения. Незапрещенные цифровые активы, включая криптовалюты и не взаимозаменяемые токены, могут храниться и обмениваться любым человеком, имеющим доступ в Интернет, хотя они остаются в значительной степени нерегулируемыми и не используют финансовых посредников [74].

С другой стороны, разрешенные цифровые активы, такие как цифровые валюты центрального банка (CBDC) и токенизированные активы, представляют собой цифровые активы, разработанные регулирующими учреждениями, которые также поддерживают процессы обеспечения соответствия, такие как подтверждение личности, как того требуют правила «Знай своего клиента».

При этом в международной трактовке понятия можно заметить глобальное отличие от трактовки понятия в нашей стране — в России ЦФА признаются централизованные и регулируемые активы, в то время как за границей к ЦФА причисляется более широкий ряд категорий.

При этом в прямом переводе термина ЦФА на международном уровне не существует, в следствие того что само понятие является производным от Закона РФ «О Цифровых финансовых активах и цифровой валюте», в котором и дается определение ЦФА. Единственным близким понятием к понятию ЦФА за границей можно считать security token и в определенной степени stablecoin (при этом само понятие stablecoin по своей сути не является родственной системой к ЦФА из-за законодательных ограничений наложенных на цифровые активы в России, похожи лишь механизмы взаимодействия). На данном этапе также можно сказать, что наша страна находится на передовых позициях в рамках развития рынка цифровых прав и ЦФА в частности, так как помимо специального правового режима для ЦФА, при создании условий функционирования системы использовались передовые практики различных стран, такие как к примеру требования к эмиссионной документации.

Однако именно по причине использования в нашей стране регулируемых ЦФА, они могут стать отличной альтернативой классическим финансовым инструментам в вопросах организации финансовой деятельности предприятий и проектов региональной промышленности [74].

В нашей стране все операторы ЦФА полностью подчиняются ЦБ РФ, а также ЦФА имеют конкретных эмитентов, обеспечивающих свои активы своими обязательствами. При этом ЦФА не являются криптовалютами, при этом механизм ЦФА также основывается на технологии блокчейна и работает при помощи смарт-контрактов. Именно они, в свою очередь, за счет возможности автоматизации процессов исполнения заключенных контрактов, дают данной технологии большое количество преимуществ, которые могут быть использованы во всех отраслях экономики нашей страны [74].

Актуальность вопроса использования ЦФА в качестве универсального механизма диджитализации оборотов компаний особенно возросла с уходом с российского рынка иностранных финансовых компаний, которые долгое время удерживали весомые позиции на рынке структурного финансирования промышленности. После ухода иностранных капиталов и иностранных специалистов, вопрос организации деятельности рынка остался не закрытым отечественными финансовыми институтами, несмотря на то, что в нашей стране промышленные предприятия часто более компетентны в вопросах организации структурного финансирования чем синдикаты финансовых институтов и помогают в организации финансирования.

Для ликвидации финансового «пробела» на данный момент ЦФА подходят как нельзя лучше остальных механизмов. При успешном переходе к массовому использованию данного механизма отечественная экономика сможет минуя пропущенные стадии развития рынка структурного финансирования сразу перейти к цифровой модели рынка и обогнать иностранные финансовые системы во многих сферах [74].

Таким образом ЦФА являются подразделом понятия «Цифровые права». В комбинации с другим подвидом цифровых прав — утилитарными цифровыми

правами (УЦП) — данные инструменты всецело заменяют массу традиционных инструментов, таких как векселя, кредиты, облигации, факторинг, совмещение залога и кредита в одном инструменте, ПФИ, SPAC, ПФИ на биржевые и внебиржевые товары, договоры складского хранения, коносаменты и варранты. При этом УЦП дают право на оказание услуг и право на получение вещей и результатов интеллектуальной собственности, из-за чего их применение в промышленности становится потенциально полезным.

При этом чтобы получить максимальную отдачу от цифровых активов, их необходимо интегрировать с другими формами стоимости внутри страны. Они также должны иметь возможность взаимодействовать с другими решениями различных конструкций и технологий на международном уровне и внутри страны [74].

При этом предварительно можно сказать, что сотрудничество между предприятиями из различных стран с отечественной промышленностью на данный момент может быть затруднено, так как международные пути развития цифровых активов конструируются через использования модернизированной системы Swift. Однако на данный момент разрабатываются системы, которые позволят использовать ЦФА и УЦП при обращении между дружественными странами.

Однако несмотря на трудности с международной интеграцией, отечественный рынок может воспользоваться другими положительными сторонами цифровых активов для активного развития рынка структурного финансирования промышленности.

Одним из наиболее востребованных механизмов в арсенале ЦФА на данный момент является токенизация. Данный механизм позволяет оборачивать в цифровые права практически любые активы, если Центральный Банк Российской Федерации не имеет категоричной позиции касательно определенных групп активов.

Для проектов промышленности данный механизм блокчейна позволит всесторонне внедрять токенизированные активы в финансовый оборот проекта.

Одним из вариантов использования токенизации может быть привлечение финансирования за счет токенизации долговых обязательств корпорации.

Токенизация также упрощает оборот имущественных прав, что в свою очередь может значительно уменьшить временные и денежные расходы предприятий на обслуживание имущественных процессов, возникающих при реализации региональных проектов [74].

Сам же токен, получаемый в процессе токенизации, представляет из себя цифровую запись, которая в рамках своего кода подтверждает право владельца токена на какой-либо актив. В рамках данного исследования, для региональной промышленности интересными сторонами технологии, например, являются токены на права инвесторов на получение доходов от инвестиций или цены активов на рынке на момент погашения. При использовании данного подхода сводится к минимуму риски махинаций с записями. В случае использования токена, инвестор и все валидаторы будут обладать записями о состояниях активов в виде токенов, из-за чего процесс взаимодействия инвесторов с их активами становится безопасным [74].

Важной компонентой цифровых активов в рамках их использования для реализации региональных проектов промышленности являются смарт-контракты. Они представляют из себя фрагменты кода, записанные в блоках данных и отвечающих за проверку условий сделки, а также за ее определение и исполнение. В рамках сделки с использованием смарт-контрактов стороны подписывают все прилагающиеся документы электронными подписями, а записи о сделках надежно сохраняются в системы распределенного реестра.

Именно благодаря данному функционалу, смарт-контракт позволяет переводить под свой механизм и «упаковывать» в цифровые финансовые активы различные финансовые инструменты различных уровней сложности.

Более старые крипто инструменты не подходили для создания на их базе универсальных, удобных и безопасных систем обращения активов и прав на них, так как не регламентировали отношения между инвестором и эмитентом, а также не охватывали все грани финансовых сделок [74].

С ЦФА у регламентирующих органов получилось добиться создания инструмента, базирующимся на технологии будущего и позволяющего значительно развить все отрасли финансового рынка в нашей стране, в том числе и рынок на котором обращаются финансовые потоки региональных предприятий.

При этом на данный момент существует глобальный вопрос всего рынка — чем ЦФА превосходят традиционные и понятных финансовые инструменты, такие как факторинг, облигации, и другие.

Один из наиболее важных факторов, выделяющих ЦФА на фоне остальных инструментов является то, что цифровые активы позволяют в значительной мере снизить количество посредников при осуществлении любых видов сделок. ЦФА как упрощают выпуск активов любых видов, так и позволяют увеличить скорость их оборота, что в результате приводит к значительной экономии предприятия на издержках как денежных, так и временных, что в современной конъюнктуре экономики является чрезвычайно важным аспектом достижения экономической эффективности, так как позволяет быстро восполнять пробелы в финансировании и активах, а также быстро занимать новые ниши рынка [74].

Например, для того что бы выпустить облигации, предприятию необходимо задействовать до 9 посредников и оплатить услуги каждого, при этом сам процесс выпуска часто может растянуться на целый год. При этом даже повторный выпуск часто требует подключение не меньшего числа посредников и также занимает до трех месяцев времени. Данная процедура в среднем обходится компаниям в 20 млн рублей.

По причинам высокой стоимости и трудоемкости процесса, на данный момент практически не существует выпусков не крупных компаний, из-за чего такой инструмент как облигации остается недоступным видом финансирования для большинства предприятий. В итоге стоимость региональных проектов мелких и средних предприятий возрастает из-за необходимости в выборе более дорогих вариантов финансирования.

При использовании ЦФА в свою очередь, большинство посредников становятся не нужными из-за автоматизации их функций в рамках системы

распределенных реестров. Если у пользователя ЦФА уже есть готовые смарт-контракты, то выпуск любых видов активов, в том числе и рассматриваемого примера с облигациями, становится во-первых значительно быстрее, а во-вторых значительно дешевле (однако на первых этапах развития рынка цена за услуги консультантов по внедрению смарт-контрактов и цены агрегаторов ЦФА могут быть высокими из-за новизны технологии, однако по прогнозным оценкам стоимость данных услуг будет все равно значительно ниже стоимости классических инструментов) [74].

При этом инвестор, независимо от того кто им выступает, получает большое количество преимуществ, способствующих повышению уровня контроля над инвестициями. Все сделки в случае использования ЦФА оперируются непосредственно в удобном личном кабинете, где инвестор может самостоятельно отслеживать все статусы. При этом сами сделки по средствам смарт-контрактов подписываются личным электронным ключом и исполняются автоматически исходя из условий выбранного ЦФА с фиксацией всех операций в крипто системах.

Кроме того, ЦФА дают уникальную возможность дробить переводимые в токены активы на более мелкие части и создавать тем самым структуру, при которой доступ к значительным по объемам активам открывается для массового инвестора. Данный механизм похож на механику работы акций, однако позволяет разделять активы практически любых видов.

При достижении высокого уровня развития рынка ЦФА, промышленные предприятия могут получить возможность расплачиваться собственной токенизированной продукцией со своими инвесторами, упрощая процесс разработки проектов предприятия. Данная опция позволит в ближайшем будущем разрешить вопрос поиска ликвидности на предприятиях, что сделает экономическую деятельность российской промышленности более стабильной и непрерывной [74].

Из-за этого, поиск инвестора для реализации проектов становится для предприятия быстрым и удобным процессом. При этом инвесторы, в следствие

свой многочисленности, предоставляют предприятию широко дисквалифицированные средства для реализации проектов в регионах, что снижает риски контрагентов на этапе структурирования сделки, а также позволяет заменять инвесторов в процессе реализации проекта более простыми методами.

В дальнейшем, при продвижении тренда на снижение роли банков в экономике, данный способ сбора инвестиций может стать принципиально новым видом финансирования, при котором все средства предприятие будет получать через автоматизированные платформы от большого числа финансовых институтов и физических лиц, что значительно упростит работу предприятия в рамках данного процесса. При этом для реализации данной схемы необходимо создание всеобъемлющей законодательной базы и настройка агрегатов ЦФА для повышения уровня защищенности как инвесторов, так и получателей инвестиций. Возможно также появление на рынке новых финансовых институтов, отбирающих токенизированные активы по грациям качества и обеспечивающих функцию представителя массовых инвесторов при возникновении проблем с задолженностями. При этом при данном виде партнерства массовых инвесторов с данными компаниями, расходы будут аллоцироваться на инвесторов, что позволит снизить расходы предприятий на реализацию региональных проектов за счет снижения операционной нагрузки.

Предприятие в данном случае может принимать участие на рынке ЦФА как со стороны инвестора, так и со стороны эмитента. При этом в рамках данного исследования более востребованным вариантом остается роль предприятия на рынке ЦФА как эмитента токенизированных активов.

Для того что бы начать привлекать средства для реализации региональных проектов, предприятию необходимо пройти несколько шагов. Рассмотрим на примере замены классических облигаций на ЦФА. Во-первых, несмотря на удобство и относительную дешевизну инструмента, для запуска ЦФА предприятию, по мимо обычного набора сотрудников, потребуются специалисты в области IT, комплайнс менеджеры и специалисты в области специфического налогообложения ЦФА. Для инициации выпуска потребуются классические

документы, такие как уведомление о рисках, а также решение о выпуске. Далее, предприятию необходимо обратиться к платформе за созданием смарт-контракта, который будет отражать условия выпуска. Для этого предприятию необходимо предоставить платформе все необходимые для регистрации документы, и после прохождения стандартной процедуры пройти процесс генерации уникального цифрового ключа, с помощью которого в дальнейшем будет происходить подписание сделок [74].

Далее, после получения смарт-контракта и ключа, регистрация собственных ЦФА происходит всего в 4 действия. Для начала, предприятие определяет точные параметры выпускаемых активов и все необходимые даты. Далее, на площадку ЦФА необходимо загрузить все нужные документы, после чего инициировать процесс заключения договора смарт-контракта и листинга. После регистрации всех вышеперечисленных процессов и подготовки площадкой выпуска, предприятию остается только подписать выпуск с помощью выпущенного ранее в личном кабинете ключа. После этого выпуск ЦФА немедленно будет выведен на рынок и начнет обращение.

Как можно видеть, процесс выпуска ЦФА значительно менее трудоемкий, чем выпуск классического инструмента и занимает значительно меньше времени уже на современном этапе. При этом при потенциале развития площадок и технологии, можно сказать что в будущем данные процессы станут еще менее трудоемкими [74].

На данный Российский Союз Промышленников и Предпринимателей (РСПП) активно способствует развитию рынка ЦФА так как полагает, что данное направление является закономерной эволюцией стандартных финансовых инструментов, используемых предприятиями. Так по мнению Александра Мурычева, вице-президента РСПП, данный инструмент необходимо продвинуть от инновационного механизма к классическому, так как по мнению Мурычева, ЦФА являются составляющей для экономического роста нашей страны, достижения таких важных аспектов как импровизация экономики и технологическая независимость в совокупности с потребностью в

импортозамещении. ЦФА, по его мнению, способствуют структурной трансформации отечественной финансовой системы и поэтому является приоритетным направлением для развития [74].

При этом РСПП выделяет, что использование ЦФА во многом поможет в переходе с преимущественно залогового кредитования промышленности на проектное. На данный момент по статистическим опросам РСПП, 60% промышленных предприятий заинтересованы в переходе на использование цифровых прав в рамках своей финансовой деятельности.

В Министерстве финансов РФ, Иван Чебесков, Директор департамента финансовой политики, также выделяет преимущества ЦФА и говорит о том, что для развития данного механизма необходимо развивать платформы ЦФА для достижения кроссфункциональной совместимости платформ, а также допуск на отечественный рынок ЦФА нерезидентов. Для допуска иностранных участников на данный рынок также необходимо развивать связи между платформами для последующей передачи прав по идентификации клиентов за границу.

Развитие рынка происходит ужесейчас. Так, Владимир Стасевич, советник генерального директора ООО «Атомайз» - передовой платформы ЦФА в нашей стране, отмечает, что на данный момент токенизацию прошли десять типов активов и темпы данного процесса начинают ускоряться с течением времени.

По мнению Атомайза, для промышленных предприятий выделяется эффективностью сфера токенизации выпускаемой продукции, позволяющая повышать монетизацию ресурсов, увеличивать темпы привлечения финансирования и управлять различными статьями учета, в том числе оборотным капиталом. Представители платформы также считают, что ЦФА могут проникать дальше обозначенных рамок, помогая предприятиям даже выстраивать внутренний высокоэффективный менеджмент. Увлечение пула ликвидности и сокращение операционных затрат на раздутое посредничество по мнению Атомайза будет способствовать значительному росту эффективности реализации предприятиями своей деятельности [74].

Компании Синара, УГМК и Ростелеком на данный момент уже отчитались РСПП о значительном повышении эффективности при использовании инновационных цифровых инструментов в экономике. Компании подтверждают тезисы высказанные в работе, а также в материалах РСПП и Атомайза. При этом экономический эффект на данный момент является конфиденциальной информацией.

При этом на данный момент можно отметить недочеты законодательства, мешающие развитию рынка. Так, например, отсутствует порядок учета в отнесении отдельных видов цифровых активов (ПБУ 4/99 — по строке 1250 покупаемые краткосрочные ЦФА относятся как высоколиквидные активы, рекомендаций по отнесению ЦФА нет, а по строке 1240 тоже самое происходит с долгосрочными ЦФА). Для решения данной проблемы необходимо дополнить ПБУ правилами отнесения ЦФА [74].

Также существует значительная проблема рассматриваемого рынка в области определения стоимости выпущенного ЦФА, отсутствие порядка определения. Так, в приказе Минфина России №84н ЦФА не фигурирует в порядке определения стоимости активов, что необходимо дополнить для корректной работы механизма.

На данный момент большой проблемой при работе с ЦФА на предприятиях также является несовершенство налогового законодательства в данной области. Существуют проблемы как общего характера, требующие наладки, так и конкретные, требующие переработки. Так, например, токенизированный товар авансируется НДС по Налоговому Кодексу. Для обеспечения работы предприятий с токенизированными активами данную особенность необходимо либо отменить для товаров, передающихся в виде ЦФА, или прописать критерии отмены налога в некоторых случаях [74].

Подводя итог можно сказать, что перечисленные преимущества делают цифровые финансовые активы отличной ступенью эволюции традиционных финансовых инструментов и можно предположить, что при доработки существующих трудностей, ЦФА смогут в ближайшее время качественно развить

финансовую составляющую деятельности российских предприятий и помочь отечественной промышленности в развитии.» [74]

3.3 Методический подход к оценке эффективности применения структурного финансирования для обеспечения стратегической устойчивости промышленного предприятия

В качестве продолжение развития идей, описанных в рамках анализа подходов к оценке проектов, перейдем к развитию идей исследованных авторов и проведем сравнительный анализ NPV традиционного бюджетного финансирования и структурного.

Множество исследователей указывают на то, что для повышения эффективности проведения финансирования региональных проектов необходимо сочетание различных источников финансирования. Ученые указывают на то, что частные инвестиции улучшают различные показатели проекта, поэтому необходимо провести расчетный анализ для выявления уровня эффективности.

Последующие расчеты сделаны на основании данных из открытых государственных источников, сайтов проектов, а также собственной оценки и опыта практической деятельности автора. Расчетная модель построена на общепринятых принципах корпоративных финансов и допущений, основанных на оценке рынка.

Для начала, составим сводную таблицу 5 ключевых различий моделей финансирования

Таблица 11 – Сравнение параметров моделей финансирования

Параметр	Бюджетное финансирование	Структурное (бюджетное+частное) финансирование
Источник средств	Государственный бюджет	Частные инвестиции + бюджетные средства (или гарантии)
Распределение рисков	Государство несет все риски	Операционные и строительные риски переходят на частного инвестора
Распределение доходов	100% поступает в государственный бюджет	Согласно соглашению (описывается модель 50% на 50%)
NPV для государства	Равен формуле «Доходы от проекта» - «Бюджетные расходы»	Равен формуле «Налоговые поступления + 50% (или другая часть) дохода проекта» - «Бюджетное

Для расчета использованы агрегированные данные рынка.

Общие инвестиции в проект (I) = 10 млрд рублей.

Годовой денежный поток проекта (CF) = 1 млрд руб./год.

Ставка дисконтирования (r) = 10%.

Срок эксплуатации после завершения 3-летнего строительства (T) = 10 лет.

Налоговые поступления (от фонда оплаты труда, налога на прибыль и имущество) (нал) = 0,3 млрд руб./год.

Для начала рассчитаем модель бюджетного финансирования проекта, при котором все доходы и все расходы проекта переходят на государственный бюджет (риски полностью переходят на государство).

Формула NPV будет выглядеть так:

$$NPV_{\text{трад}} = -I + E \sum_{t=1}^T \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (1)$$

Где NPV_{трад} – чистая приведенная стоимость традиционного проекта;

I – общие инвестиции в проект;

CF_t – годовой денежный поток;

r – ставка дисконтирования.

Затраты происходят в периоде t=0, а доходы начинают поступать после завершения строительства через 3 года (начиная с t=4 по t=13).

Стоимость таких затрат будет равняться 10 млрд на начало проекта.

Приведенная стоимость доходов рассчитывается аннуитетом за 10 лет эксплуатации, дисконтирование происходит к началу периода получения дохода и к началу проекта.

Стоимость аннуитета на t=3 по формуле:

$$PV_t = CF \frac{1 - (1+r)^{-T}}{r} \quad (2)$$

где PV_t – приведенная стоимость проекта;

CF – денежный поток;

r – ставка дисконтирования;

T – срок финансирования.

Сумма составит 6,1446 млрд руб.

Теперь проведем дисконтирование этой суммы к $t=0$ и получим 4,617 млрд руб.

Итоговый NPV бюджетного финансирования проекта будет равен (за вычетом 10 млрд рублей на старт проекта) = -5,383 млрд рублей.

Можно сказать, что применительно к низкомаржинальному проекту, приносящему больше социального и инфраструктурного эффекта чем коммерческого, можно оценить такую модель как не эффективную для государства из-за потерь более чем в 5 млрд рублей в рамках 10 летнего периода эксплуатации в текущей стоимости.

Далее обратимся к расчету метода партнерства частного инвестора с государством, при котором разделение затрат компенсируется налоговыми доходами.

Формула для такой модели будет выглядеть так:

$$NPV_{Г+Ч} = \frac{-I}{2} + E^T_{t=1} \frac{0,5 * CF + Нал_t}{(1+r)^t} \quad (3)$$

где $NPV_{Г+Ч}$ – чистая приведённая стоимость совокупного государственного и частного финансирования;

I - общие инвестиции в проект;

CF – денежный поток;

$Нал_t$ – налоговая нагрузка;

r – ставка дисконтирования.

Расчет исходит из модели, при которой государство инвестирует 5 млрд рублей (50%), при этом ежегодный доход составит 0,5 млрд рублей + 0,3 млрд руб в виде налогов. Соответственно ежегодный приток денежных средств для государства составит 0,8 млрд рублей.

По аналогии с предыдущим расчетом, также проведем поэтапное дисконтирование.

Стоимость аннуитета на $t=3$ будет равна 4,9157 млрд руб.

Далее продисконтируем данную сумму к $t=0$, получим 3,694 млрд руб.

Итоговый NPV такого проекта составит = -1,306 млрд рублей после вычета первоначальных затрат.

Как показывает расчет, эффективность такого проекта возрастает более чем в 3 раза. В рамках взятых допущений, такой проект все равно остается убыточным, но легко оправдывается стратегическими целями.

Дальнейшее функционирование проекта, после десятилетнего цикла, не потребует значительных капитальных вложений как при инициации проекта, а значит продолжит окупаться. Во втором случае, срок полной окупаемости после десятилетнего цикла становится минимальным.

В данном случае описывается производственная модель.

Кроме того, на базе уже существующих проектов возможно рассмотрение другой экономической модели — особой экономической зоны.

Затраты государства в данном ключе заключаются в создание инфраструктуры и применение налоговых льгот. При этом доходами становятся налоговые поступления резидентов данных зон.

Усовершенствованная модель при такой модели будет иметь отличный от первого варианта вид:

$$NPV_{\text{ОЭЗ}} = -I - E \sum_{t=1}^T \frac{\text{Льготы}_t}{(1+r)^t} + E \sum_{t=1}^T \frac{CF + \text{Нал}_t}{(1+r)^t} \quad (4)$$

где $NPV_{\text{ОЭЗ}}$ – чистая приведённая стоимость проекта в особой экономической зоне;

I - общие инвестиции в проект;

CF – денежный поток;

Нал_t – налоговая нагрузка;

r – ставка дисконтирования.

Для расчета взяты следующие допущения:

Государственные затраты на инфраструктуру составляют (I) = 2 млрд рублей (так как затраты будут меньше, чем на конструирование завода).

Льготы в виде оценки недополученных налогов из-за льготного режима составят 0,2 млрд руб./год.

При этом полные налоги составят 0,8 млрд руб./год после окончания льготного периода, в совокупности с постоянным НДСЛ.

Срок работы проекта примем равным 20 годам.

Период строительства особой экономической зоны составит 2 года с действием налоговых льгот на протяжении 5 лет с момента регистрации резидента. Можно агрегировать, что полные налоговые поступления начнут поступать, начиная с периода $t=6$.

После применения допущений, приведенная стоимость затрат на инфраструктуру составят 1 млрд руб в каждом году сумму в 1,9091 млрд руб.

Приведенная стоимость льгот на периоде после постройки инфраструктуры (с $t=2$ по $t=6$) составит 0,689 млрд руб.

В данном случае множитель применяется для сдвигания аннуитетного потока, начинающегося в периоде $t=2$ на один период назад.

Итоговая стоимость составит сумму = 2,598 млрд руб.

Далее перейдем к расчету приведенной стоимости доходов.

Полные налоговые поступления начинают поступать с периода $t=6$ по $t=25$.

Стоимость аннуитета в данном случае на год $t=5$ составит 6,8109 млрд руб.

Проведем дисконтирование к $t=0$, получив результат в 4,229 млрд руб.

Итоговый NPV для особой экономической зоны в данном варианте получится равным сумме затрат (-2,598) и суммы доходов (4,229) и составит 1,631 млрд руб.

Данный расчет опирается на уже созданную ОЭЗ «Алабуга», при этом цифры уменьшены для более наглядного представления результатов расчетов.

Подводя итог можно сказать, что методы полного государственного финансирования проектов не демонстрируют положительную чистую приведенную стоимость на промежутке до 10 лет (до прогнозного срока планового ремонта производства).

При этом сочетание источников финансирования демонстрирует значительное сокращение затрат.

Модель особой экономической зоны напротив демонстрирует высокую финансовую эффективность даже без учета социального и инфраструктурного эффекта.

Далее, введем в модель дополнительные параметры, исходя из ранее полученных в данной работе выводов.

Экономия является ключевым аргументом в рамках любых рассматриваемых манипуляций с проектами, в том числе и структурного финансирования. Из-за более эффективного управления рисками и дисциплины исполнения проектов, возникает целый ряд экономических эффектов, на прямую влияющих на итоговую стоимость проекта.

Проанализируем внедрение учета экономического эффекта структурного финансирования на модель совместного использования частных и государственных инвестиций.

Применение инструментов структурного финансирования при передаче проекта частным инвесторам повысит качество формирования первоначальной сметы проекта из-за высокой заинтересованности частных инвесторов в прибыли, а также наличия пула высококвалифицированных кадров. Ожидается, что в следствие конкурсного отбора при применении описанных правил подбора проектов и передачи рисков перерасхода подрядчикам-инвесторам, получится снизить стоимость первоначальных затрат (капитальных расходов) на 15%.

Кроме того, необходимо учитывать эффект мультипликатора, так как успешный проект выстроит вокруг себя экосистему МСП (поставщиков и сервисных компаний). Это увеличит совокупные налоговые поступления. Допустим уровень показателя на уровне умеренного и равного 1,3 (рубли прямых налогов на предприятие дает 30 копеек косвенных). Кроме того, применение цифровых инструментов для выдачи средств позволят получать подробную статистику использования средств и даст способность сквозного учета, что снизит

риски коррупции и нецелевого использования средств и, как следствие, собираемость налогов. Добавим 0,1 к налоговому мультипликатору.

Ежегодные операционные расходы при учете эффекта структурного финансирования также уменьшатся из-за повышенного контроля частных операторов, заинтересованных в прибыли, кроме того, предлагается использование цифровых платформ для снижения издержек на администрирование и мониторинг. Все это в совокупности может дать сокращение расходов на 15%.

Токенизация активов и выпуск облигаций для целей структурирования позволят привлечь капитал дешевле стандартного бюджетного финансирования, ставка r понизится до 8% за счет более низкой ставки купона облигаций, выпущенных для проекта с господдержкой, чем ставки дисконтирования бюджетных средств. Долю земного капитала в данном ключе установим на уровне 60%.

Кроме того, использование смарт-контрактов автоматизирует потоки денежных средств и повышает прогнозируемость cash flow.

WACC для такого проекта составит в среднем 9% за счет сочетания 40% собственных средств государства ($r=10\%$) и 60% заемных ($r=8\%$).

Новая структура фондирования будет выглядеть следующим образом:

Общая стоимость проекта (I) снизится до 8,5 млрд рублей, из которых заемные средства составят 5,1 млрд рублей, собственные средства государства и инвесторов составят 3,4 млрд рублей. При этом доля государственных денег в проекте снизится до 1,7 млрд рублей (более чем в 2 раза).

Новая структура денежных потоков также подвергнется изменениям.

CF составит 1,1 млрд руб./год за счет экономии. При этом добавляется статья расходов по обслуживанию долга, которая составит 0,408 млрд руб./год (при ставке купона 8%).

Свободный денежный поток после обслуживания долга (FCF) в итоге составит 0,692 млрд руб./год ($1,1-0,408$). При этом доля государства в FCF составит 0,346 млрд руб./год.

Налоги с учетом мультипликатора станут равняться 0,42 млрд руб./год, а итоговые годовые доходы государства составят 0,766 млрд руб./год.

Перейдем к расчету NPV с новой ставкой дисконтирования.

Затраты государства на первом этапе проекта теперь составляют 1,7 млрд рублей.

Приведенная стоимость доходов в свою очередь также изменится. Новый коэффициент аннуитета составит 6,4177 млрд руб.

Далее, для периода $t=3$, составит $0,766$ (расчет произведен ранее) $\times 6,4177 = 4,916$ млрд руб.

Итоговая оценка получится равной 3,796 млрд руб.

Итоговый NPV в свою очередь будет равен сумме оценок = 2,096 млрд руб.

Результат ярко демонстрирует важность учета эффектов, получаемых при применении структурировании финансирования проектов. В данном кейсе, инструменты структурного финансирования позволили вывести проект из концепции убыточного в концепцию прибыльного, при сохранении стратегического эффекта. При этом, даже если предположить негативный корректирующий показатель, описывающий рыночные риски и риски связанные с проблематикой исполнения крупных региональных проектов и применения новых методов структурирования, который сократит прибыль такого проекта в 2 раза, он все равно продемонстрирует значительную эффективность по сравнению с первым вариантом реализации.

Подобный контрастный эффект достигается и при применении корректировок в рамках проектов особой экономической зоны.

Стоимость создание инфраструктуры с применением обозначенных корректировок составит 1,7 млрд рублей. При этом из-за относительно небольшой суммы, финансирование возможно осуществить на 100% за счет использование облигационного займа, что снизит r также до 8-9% (итоговый процент может быть выше в связи с повышенным риском облигаций). В итоге государство не понесет прямых бюджетных затрат на строительство. Затраты на обслуживание долга при этом составят $1,7 \times 0,08 = 0,136$ млрд руб./год.

Налоговые поступления с учетом мультипликатора вырастут до $0,8 * 1,4 = 1,12$ млрд руб./год. В итоге чистый доход государства составит, за вычетом льгот и обслуживания долга, $0,784$ млрд руб./год (начиная с периода действия полных налогов).

Перейдем к расчету NPV. Затраты на льготы в периодах с $t=2$ по $t=6$ составят $0,2 * 3,7908 * 0,9091 = 0,689$ млрд руб. Затраты на обслуживание долга можно рассчитать по формуле, получив $1,242$ млрд руб.

Итоговый PV затрат составит $0.689 + 1.242 = 1.931$ млрд руб.

Далее перейдем к PV доходов. Налоговые поступления составляют 1.12 млрд руб./год с $t=6$ по $t=25$. Для PV $t=5$ величина составит $1.12 * 9.1285 = 10.224$ млрд руб., и PV = $6,645$ млрд руб

При подсчете итогового результата получим, что NPV проекта с примененными корректировками на использование элементов структурного финансирования и оценкой их эффектов составит $= -1,931 + 6,645 = 4,714$ млрд руб.

Модель демонстрирует высокую доходность, которая значительно превышает показатели предыдущего расчета. Кроме того, при использовании подобной модели финансирование строительства инфраструктуры происходит через долговые инструменты и позволяет не отвлекать прямые бюджетные средства.

Анализируя результаты расчетов можно сказать, что модель позволяет снижать среднюю стоимость капитала за счет привлечения средств не из бюджетных фондов, что напрямую увеличивает итоговый NPV.

Кроме того, появляется эффект финансового рычага, за счет того, что государство (особенно в модели комбинирования бюджетных и частных инвестиций) получает доступ к дорогостоящему проекту за счет 20-30% его стоимости, при том что остальные расходы покрываются будущими финансовыми потоками.

Также, важным эффектом является повышение прозрачности за счет использования цифровых платформ и применение инструментов блокчейна, все это повышает итоговый денежный поток проекта. При этом, факторы понижения

рисков внутри проекта позволяют снижать итоговую ставку доходности для внешних инвесторов без потери привлекательности проекта.

В итоге государство уменьшает свою роль спонсора и принимает на себя роли гаранта и регулятора, передавая часть рисков проекта во внешний контур. Внедрение инструментов структурного финансирования и новейших его инструментов позволяет производить качественное улучшение процессов финансирования проектов важнейших предприятий страны. Использование рассматриваемых инструментов и ливереджа в заданных рамках часто является единственным способом установления экономической целесообразности множества проектов, которые раньше могли производить исключительно инфраструктурный и социальный эффект.

Из-за режимов конфиденциальности, получение точных цифр для анализа проектов является невозможным, при этом не смотря на сильное упрощение и агрегирование, модель демонстрирует контрастные качественные выводы и направления воздействия инструментов структурного финансирования.

Особенно важен подобный эффект в проектах с длительным сроком окупаемости, так как механизмы структурного финансирования позволяют организовать покрытие расходов на начало проекта будущими финансовыми потоками. Это позволяет производить финансирование большего числа проектов, и, тем самым, быстрее выполнять цели национального развития. Именно с помощью подобных механизмов становится возможным проведение большого числа импортозамещающих проектов и обеспечение экономической безопасности нашей страны.

Многие авторы, описывая механизмы финансирования проектов, говорят об ограниченности бюджетных средств и необходимости подробной оценки проектов для их отбора и попадания в государственные программы.

На основании изученной информации, предполагается расширение и агрегация критериев множества авторов и вывод унифицированной скоринговой карты для оценки региональных проектов промышленности.

Для начала необходимо описать матрицу рисков для снижения рисков структурных проектов. Для снижения риска реализации необходимо использовать поэтапное финансирование. Для снижения риска ликвидности нужно использовать резервные кредитные линии, а для минимизации политических рисков производить страхование экспортных кредитов.

Если применять идеи Шеремета для оценки проектов, то можно обозначить следующие важные пункты. Необходимо анализировать оборачиваемость запасов (норматив — больше 8 раз в год), контролировать рентабельность активов и при падении уровня ниже 7% производить аудит расходов, а также, оценивать социальный эффект через мультипликатор занятости (цель — 1 создаваемое рабочее место приводит к появлению 3 рабочих мест в смежных отраслях). При этом в качестве финансовых барьеров обозначаются уровень текущей ликвидности ≥ 1.5 , рентабельности капитала $\geq 10\%$ и доли заемных средств предприятия на уровне $\leq 50\%$ [117].

В итоге можно перейти к формированию скоринговой карты на основании усредненных данных разных исследователей, источников и экспертной оценки автора, которая будет служить для ранжирования и объективной оценки проектов-заявок на получение государственной поддержки.

Основными принципами является то, что максимальный балл оценки: 100, минимальный проходной балл оценки: 65. Кроме того, обозначается наличие весовых коэффициентов, демонстрирующих большой вес социально-экономического эффекта, средний вес финансовой эффективности и рисков.

Первый блок в таблице 6 демонстрирует финансовую эффективность проекта и дает максимальный балл в 30 при наличии максимума по ряду критериев.

Таблица 12 – Критерии первого блока

Критерий	Вес	Шкала оценки
NPV проекта	10	(NPV больше 0) 5 баллов (NPV больше WACC) +5 баллов (NPV меньше 0) 0 баллов
Уровень софинансирования	10	(до 50%) 0 баллов (от 50 до 70%) 5 баллов

		(более 70%) 10 баллов
Срок окупаемости	5	(до 5 лет) 5 баллов (от 5 до 7 лет) 3 баллов (более 7 лет) 0 баллов
Бюджетная эффективность с учетом налогов и льгот	5	(NPV бюджета больше 0) 5 баллов (NPV бюджета меньше 0) 0 баллов

Второй блок в таблице 7 представляет социально-экономический и стратегический вклад проекта и дает 35 баллов при выполнении всех критериев.

Таблица 13 – Критерии второго блока

Критерий	Вес	Шкала оценки
Создание новых рабочих мест в регионе	10	(более 500 мест) 10 баллов (от 250 до 500) 7 баллов (от 100 до 250) 4 балла (до 100) 1 балл
Уровень заработной платы сотрудников (исходя из соотношения со вредней заработной платой в регионе)	5	(более 150%) 5 баллов (от 120 до 150%) 3 балла (до 120%) 1 балл
Вклад в ВРП региона (оценка прироста ВРП в %)	5	(более 1%) 5 баллов (от 0.5 до 1%) 3 балла (до 0.5%) 1 балл
Уровень импортозамещения или экспортный потенциал (экспертная оценка)	10	(критический продукт) 10 баллов (средняя) 7 баллов (низкая) 3 баллов (отсутствует) 0 баллов
Наличие плана локализации среди МСП региона (экспертная оценка)	5	(наличие детального плана) 5 баллов (наличие плана) от 4 до 2 баллов (отсутствие плана) 0 баллов

Третий блок в таблице 8 демонстрирует оценку технологичности и инновационности проекта и оценивается максимум в 15 баллов.

Таблица 14 – Критерии третьего блока

Критерий	Вес	Шкала оценки
Уровень технологичности	5	(внедрение Industry 4.0) 5 баллов (современные технологии) 3 баллов (стандартные технологии) 1 баллов
Экологичность производства	5	(соответствие доступным методам повышения экологичности) 5 баллов (частичное соответствие) 4-5 баллов (отсутствие) 0 баллов + дисквалификация проекта при оценке критичности продукта ниже 10 баллов
Использование цифровых	5	(цифровой двойник + сквозной учет) 5 баллов

инструментов учета		(частичное использование) 2 балла (отсутствие) 0 баллов
--------------------	--	--

Четвертый блок, обозначенный в таблице 9, оценивает влияние различных рисков на процедуру реализации проекта и оценивается в 20 баллов. При этом оценка осуществляется по шкале где 1 - высокий уровень риска, 5 - низкий уровень риска.

Таблица 15 – Критерии четвертого блока

Критерий	Вес	Шкала оценки
Технические/строительные риски	5	Наличие технико-экономического обоснования, уровень квалификации подрядчиков и реалистичность установленных сроков
Рыночные риски	5	Наличие долгосрочных договоров на продажу продукции, анализ рыночной среды
Регуляторные и правовые риски	5	Оценка уровня полученных разрешений
Кредитные риски на инициатора	5	Опыт реализации подобных проектов и финансовая устойчивость инициатора

В рамках процедуры применения скоринговой карты, предполагается несколько основных этапов. На первом этапе инициатор проекта должен предоставить специальной комиссии пакет документов, включающий бизнес-план с финансовой моделью проекта, а также собственное исследование рынка производимого продукта (в случае с инфраструктурными проектами предполагается предоставление полного описание существующей проблематики). На втором этапе будет происходить верификация проекта по критериям скоринговой карты экспертной группой, после чего будет происходить присвоение итоговой оценки проекта [56].

После прохождения данных процедур, проект сможет попасть в одну из групп приоритетности. Проект, получивший более 85 баллов попадает в группу высшего приоритета и рекомендуется к включению в программы поддержки со стороны государства. Проект, получивший от 65 до 85 баллов попадает в группу среднего приоритета и рекомендуется к включению в программы субсидирования при наличии государственных ресурсов с рекомендациями инициаторам по

улучшению отдельных критериев. Проект, набравший менее 65 баллов не принимается к разработке и отправляется на доработку.

После утверждения, проекты будут проходить регулярный аудит на соответствие первоначальным оценкам критериев. При критических отклонениях, будет приниматься решение о досрочном прекращении финансирования или о предписании на возврат субсидированных средств [76].

При этом, предполагается гибкая система скоринга, а именно адаптация модели к текущей геополитической обстановке. Например, для текущего периода возможно повышение удельного веса критерия способности к импортозамещению с понижением значимости других критериев. В итоге подобный подход гарантирует системность и прозрачность в рамках отбора самых эффективны и значимых проектов для реализации на базе государственных платформ.

Однако, чувствительной плоскостью рассмотренных моделей остается отсутствие централизованного механизма работы с региональными проектами промышленности.

На данный момент в нашей стране функционирует Фабрика проектного финансирования ВЭБ.РФ, которая помогает в организации финансирования приоритетных отраслей экономики нашей страны. При этом, опыт данной Фабрики может быть использован в рамках построения новой государственной структуры в пунктах подбора инвестиционных проектов, процедуре заключения соглашений, мониторинга инвестиционных проектов, а также предоставления государственных гарантий.

При этом, данная структура не является институтом, необходимым для развития отечественного рынка структурного финансирования.

Для развития крупнейших отечественных предприятий и их региональных проектов, особенно в актуальных условиях экономики, необходим стабильный приток капитала, в том числе заемного.

При этом, значительные денежные потоки, необходимые предприятиям, часто можно получить только по средствам использования инструментов структурного финансирования. Именно поэтому, вопрос актуальности создания

отечественной структуры, регламентирующей все процессы организации, реализации и окончания процесса структурной сделки, остается крайне актуальным [69].

Несмотря на то, что на данный момент активно используется английское законодательство и стандарты Loan Market Association (LMA) для реализации подобных сделок, многие используемые аспекты плохо имплементируются в российское законодательство.

Все это создает очевидный спрос на отечественную систему похожего уровня. При этом, прямое заимствование методологий LMA невозможно из-за различий применяемых законодательных систем в России и в Англии.

Первым этапом, опишем основные параметры создаваемой структуры.

В качестве названия может быть использована аббревиатура ФАСФ – Федеральная Ассоциация Структурного Финансирования.

Основными целями создаваемой структуры можно определить такие пункты, как:

- Стимулирование приоритетных и национально значимых отраслей экономики России, направление финансовых потоков в наиболее востребованные сектора отечественной экономики для поддержания экономической стабильности нашей страны и целей национального развития;

- Повышение безопасности отечественного рынка структурного финансирования, повышение стандартизованности и прозрачности рынка структурного финансирования путем минимизации рисков использования предлагаемых инструментов из-за внедрения единых стандартов организации и детального описания в документации всех возможных кейсов, которые могут возникнуть во время жизненного цикла траншей финансирования;

- Снижение себестоимости заемных средств для предприятий по средствам повышения эффективности привлечения и снижения издержек кредитных организаций на организацию;

- Достижение высокой ликвидности и диверсификации внутреннего рынка заемного капитала внутри страны на основании развития инструментов;

- Понижение порога «крупности» компании для использования ею нужных инструментов структурного финансирования.

Перейдем к описанию организационной структуры создаваемой ассоциации.

Для качественной имплементации разрабатываемых моделей, в качестве наблюдательного совета организации необходимо объединить представителей министерств финансов, экономического развития, промышленности и торговли, а также представителей Центрального Банка и банка ВЭБ.РФ (как банка, ответственного за Фабрику Проектного финансирования). Основная цель наблюдательного совета – определение направлений и параметров направления потоков финансирования и последующий контроль за их исполнением.

Следующая необходимая структура – исполнительная дирекция ассоциации, составленная из команды высококвалифицированных специалистов в области гражданского права, промышленности, банковских услуг и финансов.

Заключительной структурной единицей должен стать экспертный комитет, составленный из практических специалистов всех вышеприведенных отраслей, специалистов финансового контроля, а также членов научного сообщества по отраслям. Данная единица необходима для корректировки программ исполнительной дирекции путем постоянной экспертизы реализуемых проектов, выявлению и минимизации рисков, и построению рекомендаций для последующего анализа.

Исходя из задач, которые ставятся перед создаваемой структурой, можно определить основные функции создаваемой ассоциации.

Первая и наиболее востребованная функция – разработка стандартной документации на основании адаптации подходов LMA и создание единых шаблонов для кредитных и залоговых операций, а также других продуктов рынка капитала. Вместе с этим можно выделить функцию по поддержанию создаваемой документации в актуальном состоянии исходя из отзывов рынка и актуальной конъюнктуры. При этом, ассоциация обязана поддерживать открытость

источников получения стандартизированной документации для участников рассматриваемого рынка.

Вторая функция в рамках деятельности ассоциации – содействие развитию в нашей стране структурного финансирования, и, в частности, структурного финансирования предприятий и их региональных проектов.

Вместе с этим, можно также выделить функцию по поручительству за стороны сделки, после процедур прохождения комплаенса для входа в ассоциацию. Данную функцию можно определить совместно с функцией мониторинга выданных траншей с точки зрения контроля отчетности и обеспечения контроля за расходом средств.

Сторонней функцией можно выделить консультационную поддержку потенциальных и действующих участников ассоциации.

С позиции коммерческих функций, для обеспечения самофинансирования создаваемой организации, можно выделить функцию организации секьюритизации активов, так как на данный момент существует только 2 способа организации секьюритизации, которые часто признаются не самыми эффективными, в следствии отсутствия комплексного рынка для данного инструмента.

При этом не исключается получение финансирования от бюджетных ассигнований и средств инвесторов на ранних этапах работы ассоциации.

В итоге можно сказать, что несмотря на риски бюрократизации процессов, риски низкого качества управления и возможной политизации создаваемой ассоциации, наличие таких плюсов как повышение прозрачности рынка, снижения издержек на организацию финансирования, появления стандартизированной документации для организации сложно структурированных сделок и общее развитие рынка капитала в России, делает вопрос создания подобной организации необходимым к рассмотрению. Ведь только вместе с учетом отраслевых специфик региональных проектов и синергии с финансовыми и промышленными институтами становится возможна реализация потоковых проектов структурного финансирования в нашей стране.

Для развития отечественного рынка структурного финансирования также необходимо, помимо создания профильного, развитие существующего законодательства. Такими изменениями должны стать:

- адаптация стандартов LMA под российские условия и внедрение основных положений в российские нормативно-правовые акты для снижения количества сделок структурного финансирования по английскому праву;

- изменения внутри 486-ФЗ в рамках конкретизации компетенций кредитного управляющего, а также в рамках определения четких временных границ эксклюзивности сделки для защиты интересов заемщика;

- изменения внутри Гражданского Кодекса РФ в рамках определения основ соглашения синдиката, вариантов обеспечения сделок, а также причин применения ковенант и конкретизации вопросов вознаграждений;

- поправки в Инструкцию Банка России №199-И для уточнения расчета коэффициентов риска работы залогового управляющего и агента с номинальными счетами.

Чрезвычайно важным аспектом также является необходимость ряда глубоких изменений в институциональной структуре функционирования малых и региональных банков на нашем рынке. Одним из способов улучшения рынка в данном направлении может стать разработка единого координирующего института (в рамках данной работы предложено создание ФАСФ), который смог бы принимать на себя роль центра контроля финансов и расчетов и организационного центра для включения в рынок структурного финансирования региональных предприятий и банков [68].

В итоге можно сказать, что российский рынок структурного финансирования в настоящее время имеет широкий перечень проблем во всех аспектах деятельности, от решения которых во многом зависит будущее региональных проектов промышленности и синдикатов российских кредиторов и рублевых структурных сделок. При этом выявленные проблемные моменты не являются не решаемыми и можно сказать, что развитие российского рынка структурного финансирования по обозначенным в данной главе траекториям

поможет ему сравняться по эффективности с западными аналогами и стать эффективным, урегулированным и «справедливым» для участников. На данный же момент на рынке существует масса проблем, включая нормативно-правовой сектор, включая «сырую» нормативную базу, необходимость создания единого профильного регулятора рынка и необходимость развития судебной системы, организационно-правовой сектор, включая проблемы коллективного взаимодействия, негибкость соглашений, неактуальные методы проектного финансирования, малый опыт организации сделок и связанный с ним скептицизм заемщиков к российским структурным продуктам, плохая структура рынка и потребность в унификации, экономического сектора, включая проблемы диверсификации по целям и секторам кредитования, приоритет иностранных валют и проблемы с организациями мультивалютных сделок, неразвитый рынок сделок слияния и поглощения, проблемы с обеспечениями и залогами и проблемы формирования долгосрочных кредитных активов.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Проблематика обеспечения стратегической устойчивости промышленных предприятий в условиях экономической турбулентности, санкционного давления и необходимости форсированного импортозамещения приобретает фундаментальное значение как для сохранения их конкурентоспособности, так и для достижения целей национального развития. Оптимизация процессов привлечения инвестиций имеет прямую корреляцию со снижением издержек и повышением маржинальности деятельности предприятий, что в конечном счете содействует укреплению технологического суверенитета страны. В этой связи поиск оптимальных источников финансирования становится одним из ключевых вопросов для отечественных предприятий в рамках построения долгосрочной бизнес-стратегии.

Исследование вопросов, связанных с обеспечением стратегической устойчивости промышленных предприятий на основе структурного финансирования, продемонстрировало многогранность и комплексный характер данной проблематики. Современная санкционная конъюнктура, с одной стороны, в значительной мере ускоряет процессы трансформации привычных методов финансирования, так как ограниченность рынка инвестиций и закрытие западных рынков капитала вынуждают предприятия искать новые пути получения финансовых ресурсов. С другой стороны, значительные положительные эффекты, которые структурное финансирование оказывает на финансовую структуру предприятий и на эффективность реализации проектов, все чаще привлекают внимание компаний к участию в схемах структурирования, позволяющих трансформировать низколиквидные активы в ликвидные финансовые инструменты и привлекать капитал под будущие денежные потоки.

Вместе с тем проведенное исследование показало, что во множестве аспектов российский рынок не до конца готов к широкой реализации проектов с помощью механизмов структурного финансирования, во многом за счет недостатков профильного институционального поля, фрагментарности

теоретической базы и дефицита исследований, адаптирующих общие принципы к российской региональной специфике.

В рамках преодоления существующих пробелов в изучении вопроса, в первой главе настоящего исследования был произведен всесторонний анализ теоретико-методологической базы, который продемонстрировал разобщенность формулировок и недостаточный уровень изученности неклассических механизмов финансирования в контексте стратегического развития промышленности. При этом, исходя из изученного материала, было предложено сводное широкое определение термина «структурное финансирование», а также определены его характерные черты как инструмента обеспечения стратегической устойчивости, позволяющего диверсифицировать источники привлечения капитала и оптимизировать структуру инвестируемого капитала промышленных предприятий.

Кроме этого, были изучены процессы организации структурирования в западных странах, что показало значительное отставание нашей страны в вопросах подготовки нормативно-правовой базы, а также были определены основные преимущества и недостатки структурного финансирования, показавшие наличие значительного числа сильных сторон данного инструмента при условии наличия подходящей среды для развития. Основными барьерами были определены такие аспекты, как слабая нормативно-правовая база, недостаточное институциональное развитие, дефицит квалифицированных кадров, скептицизм по отношению к новым инструментам у участников рынка, а также техническая неподготовленность многих предприятий. На основании анализа иностранного опыта были выявлены значительные преимущества разделения обязательств основной компании и создаваемых сервисных компаний. Данный процесс в значительной мере улучшает финансовую отчетность основной компании и дает высокую прозрачность при реализации отдельных проектов, что является критически важным фактором для обеспечения долгосрочной стратегической устойчивости.

Далее во второй главе, в рамках комплексного анализа состояния отечественного рынка структурного финансирования как внешней среды функционирования промышленных предприятий, были выявлены зависимости, которые продемонстрировали взаимосвязь активности на рынках структурирования и экономического роста отечественной экономики. Анализ показал, что на текущий момент предприятия сталкиваются с проблемами поиска инвестиций в рамках фазы активного импортозамещения, что обеспечивает интерес промышленности к рассмотрению новых инструментов получения финансирования собственных проектов. Исследование подтвердило, что прирост производства товаров и услуг и рост числа национальных проектов в совокупности с невозможностью использования досанкционных методов поиска финансовых ресурсов на международных рынках является катализатором развития новых механизмов финансирования.

Также, исследование российской модели организации продемонстрировало слабые места существующих институтов и фабрик проектного финансирования в рамках финансирования средних по размеру проектов и инновационных инициатив с нестандартной структурой активов. На основании этого автором была предложена усовершенствованная модель функционирования российской фабрики структурного финансирования, ориентированная на потребности промышленных предприятий и повышение доступности капитала для обеспечения их стратегической устойчивости.

В третьей главе, в свою очередь, были изучены основные проблемы и барьеры нормативно-правового и организационного характера, присущие отечественному рынку структурирования и препятствующие широкому использованию структурного финансирования для обеспечения стратегической устойчивости промышленных предприятий. На основании проведенного анализа были даны практические рекомендации по изменению отдельных нормативных актов для упрощения применения механизмов структурного финансирования, а также рекомендации по поддержке отдельных сфер финансового рынка нашей страны для увеличения интереса предприятий к применению рассматриваемых

способов привлечения финансирования и стимулированию институциональной среды.

Кроме того, значительный блок исследований в данном ключе был посвящён изучению цифровых финансовых активов, который продемонстрировал широчайший спектр возможностей для предприятий. ЦФА и методы токенизации активов способны развить рынок структурирования в сторону повышения скорости, безопасности и простоты реализации сделок. ЦФА в рамках данного исследования определены как перспективный современный аналог краткосрочного финансирования, подходящий для применения многими предприятиями в рамках реализации промышленных проектов при условии изменения выделенных пунктов законодательства и повышения уровня цифровизации.

Важным достижением данной главы также является предложенный методический подход к оценке эффективности применения структурного финансирования для обеспечения стратегической устойчивости промышленного предприятия. Разработанная модель бальной оценки региональных проектов промышленности с учетом мультипликативных социально-экономических эффектов для территории позволяет объективно отбирать проекты для включения в программы государственной поддержки. Данная модель совмещает ранее изученные методы оценки проектов классиками инвестиционного менеджмента, а также предлагает новые методики оценки. Моделированием и расчетами подтверждается выдвинутый тезис, согласно которому применение методов структурного финансирования снижает итоговые издержки предприятия, позволяя выводить проекты из убыточной зоны, а также повышать экономическую эффективность рентабельных проектов. Помимо этого, предложена оптимальная структура финансирования промышленных проектов для достижения наибольшего чистого дисконтированного дохода и обеспечения долгосрочной стратегической устойчивости предприятия.

Подробное исследование, а также выведенные расчеты и модели позволяют сделать вывод о выполнении всех поставленных перед данной работой задач, а

также о достижении цели и подтверждении научной гипотезы. Структурное финансирование в значительной мере позволяет повысить стратегическую устойчивость предприятий и эффективность реализации промышленных проектов, а также обеспечивает конкурентоспособность отечественных производств на международной арене. Однако вопросы преодоления барьеров развития с позиции технической неподготовленности рынка и его недоверия к новым инструментам, точность юридических формулировок предложенных к изменению нормативных актов, а также вопросы поиска большего числа производственных активов для проведения секьюритизации оставляют пространство для дальнейших мультидисциплинарных исследований в рамках вопросов, связанных с обеспечением стратегической устойчивости промышленных предприятий на основе структурного финансирования.

В рамках данного исследования достигнуто множество полученных автором результатов, обладающих научной новизной.

Так, например, развиты теоретические положения экономики промышленности в части повышения стратегической устойчивости промышленных предприятий и комплексов на основе повышения эффективности реализации проектов, направленных на расширение и модернизацию промышленного производства и обеспечение технологического суверенитета путем диверсификации источников привлечения капитала и оптимизации структуры инвестируемого капитала промышленных предприятий.

Кроме того, разработаны методические рекомендации по интеграции инструментов блокчейна и цифровых финансовых активов в процессы реализации структурного финансирования для привлечения капитала и повышения прозрачности реализации промышленных проектов.

Также, разработана модель бальной оценки региональных проектов промышленности по критериям, учитывающим мультипликативные социально-экономические эффекты для территории, для включения в программы государственной поддержки.

Также, на основании расчетной модели обоснована оптимальная структура капитала и доказана эффективность применения механизмов структурного финансирования при реализации промышленных проектов.

Ожидается, что результаты проведенного исследования будут применены в различных областях промышленности.

Для экспортных предприятий в целом рекомендуется использование механизмов структурного финансирования для получения предэкспортного финансирования посредством секьюритизации торговых запасов, а также налаживания погашения траншей синдицированного кредитования в соответствии с датами экспортных отгрузок. Кроме того, рекомендуется применение цифровых финансовых активов для токенизации производственных активов с целью получения краткосрочного финансирования экспортных разрывов.

Для предприятий нефтегазовой и горнодобывающей промышленности структурное финансирование является эффективным решением в рамках финансирования новых месторождений из-за необходимости привлечения значительных объемов финансирования на длительный срок. Данный процесс за счет использования SPV позволяет не перегружать баланс материнской компании, в то время как риски проекта изолируются внутри созданной компании. При структурировании обеспечением должны служить права на разработку недр и будущая продукция проекта. Кроме того, предлагается секьюритизация экспортной выручки посредством заключения материнской компанией долгосрочных контрактов на поставки продукции с крупным контрагентом, в то время как денежные потоки по заключенному контракту будут уступаться SPV, которая в свою очередь произведет выпуск облигаций под обеспечение данным потоком денежных средств. Выгода данного процесса исходит из снижения оценки риска проекта из-за гарантии крупного покупателя, что в свою очередь снижает необходимую маржу за риск при получении заемного финансирования. Кроме того, для данного типа компаний предлагается использование факторинга с регрессом и без регресса посредством продажи дебиторской задолженности по экспортным контрактам факторинговой компании. Использование схемы без

регресса является идеальным примером структурного финансирования, так как риски неплатежа принимаются в полном объеме фактором. Это позволяет быстро производить восполнение оборотных средств без необходимости ожидания поступления платежа от покупателя, что особенно актуально в рамках текущих геополитических барьеров, увеличивающих время логистики и финансовых транзакций.

Для предприятий сельскохозяйственного сектора и пищевой промышленности предлагается схема секьюритизации будущей товарной массы с помощью привлечения SPV финансирования под залог прав на будущий урожай или товары, при условии, что данные товары на момент сделки являются застрахованными и проданными покупателям по форвардным контрактам. Данная практика позволит производить финансирование посевной кампании во всех аспектах, включая покупку необходимого оборудования, под залог физически не существующего на момент реализации сделки актива. После сбора урожая или создания продукции финансирование может привлекаться под складские запасы с помощью создания SPV, выкупающего у производителя готовую продукцию на условиях обратного выкупа. Далее SPV производит размещение данной продукции на складах или элеваторах под ответственное хранение и привлекает финансирование под залог данных запасов (данная схема не подходит для скоропортящейся продукции).

Для предприятий в сфере логистики и транспорта применение механизмов структурного финансирования также является оправданным решением. Для них может производиться секьюритизация лизингового портфеля за счет создания пула договоров на транспорт дочерней лизинговой компанией, передачи пула на баланс SPV и последующего выпуска облигаций ABS, обеспеченных платежами по этим договорам. Таким образом лизинговые компании быстро рефинансируют собственный портфель и не накапливают долги на собственном балансе.

Для девелоперов торговой недвижимости предлагается секьюритизация арендного потока по аналогичным схемам для привлечения долгосрочных средств под реконструкцию и развитие объекта, при этом оценка рисков данного пула

идет по качеству арендаторов, а не девелопера. Для жилищного строительства при сохранении текущей практики создания отдельных обществ с ограниченной ответственностью для реализации каждого отдельного проекта рекомендуется привлечение финансирования с помощью синдицированного кредитования или ЦФА с применением в качестве залога по получаемым траншам прав на земельный участок, проектной документации, а также будущих доходов от раскрытия эскроу-счетов.

Для инфраструктурных проектов и проектов возобновляемой энергетики практики структурного финансирования позволят привлекать финансирование под обеспечение будущими денежными потоками по договорам поставки мощности в качестве государственной гарантии. Данная практика позволит повысить привлекательность подобных проектов для частных инвесторов, так как снимает ценовые и сбытовые риски при реализации долгосрочных проектов.

При этом для любой из рассматриваемых схем подойдут и другие механизмы структурного финансирования для получения дополнительных траншей финансирования, так как они допускают гибкость условий при заключении соглашений.

Ожидается, что применение рассмотренных практик может стать эффективным инструментом реконструкции и развития новых регионов нашей страны. Механизмы получения финансирования под будущие денежные потоки и государственные гарантии позволят привлечь значительный объем средств, необходимый для восстановления поврежденных во время боевых действий предприятий Донецкой и Запорожской областей, без необходимости перегрузки федерального бюджета. Скорейшее восстановление предприятий необходимо для пополнения числа производственных предприятий нашей страны, национального развития за счет повышения показателей выпуска продукции, а также для нормализации социально-экономической ситуации в регионах и активации мультипликативного эффекта развития данных территорий за счет возвращения численности населения.

Можно резюмировать, что несмотря на все предлагаемые современной конъюнктурой вызовы, рынок структурного финансирования в Российской Федерации демонстрирует потенциал роста из-за высокой конечной эффективности предлагаемых инструментов для обеспечения стратегической устойчивости. Компании, которые в полной мере освоят инструменты структурного финансирования промышленных проектов, смогут в будущем получить значительное конкурентное преимущество за счет кратного роста количества и объема источников инвестиций, обеспечив тем самым свою долгосрочную стратегическую устойчивость и технологическую независимость.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Гражданский кодекс Российской Федерации
2. Федеральный закон "О рынке ценных бумаг" от 22.04.1996 N 39-ФЗ
3. Федеральный закон от 5 марта 1999 г. № 46-ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг»
4. Федеральный закон от 10 июля 2002 г. № 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)»
5. Федеральный закон от 28.06.2014 N 172-ФЗ (ред. от 13.07.2024) "О стратегическом планировании в Российской Федерации"
6. Федеральный закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ (ред. от 15.04.2019) «Об акционерных обществах»
7. Федеральный закон "О банках и банковской деятельности" от 02.12.1990 N 395-1
8. Федеральный закон №486-ФЗ «О синдицированном кредите (займе) и внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации»
9. Указ Президента Российской Федерации от 21 июля 2020 г. № 474 «О национальных целях развития Российской Федерации на период до 2030 года»
10. Инструкция Банка России от 29 ноября 2019 г. N 199-И "Об обязательных нормативах и надбавках к нормативам достаточности капитала банков с универсальной лицензией"
11. Постановление Правительства РФ от 15 февраля 2018 года №158 «Фабрика проектного финансирования»
12. Постановление Правительства РФ от 15 апреля 2023 г. № 603 «Об утверждении приоритетных направлений проектов технологического суверенитета и проектов структурной адаптации экономики Российской Федерации ...»
13. Положение Банка России от 06 августа 2015 г. № 483-П «О порядке расчета величины кредитного риска на основе внутренних рейтингов»
14. Послание Президента РФ В.В. Путина Федеральному Собранию РФ от 21 февраля 2023 г.

15. Анненская, Н. Е. Влияние секьюритизации и дезинтермедиации на трансформацию институтов финансового рынка / Н. Е. Анненская // Финансы, деньги, инвестиции. – 2024. – № 1(89). – С. 11-16. – EDN MDUVRZ.

16. Анненская, Н. Е. Рынок ссудного капитала в условиях трансформации операционной среды финансового рынка в период после пандемии COVID-19 / Н. Е. Анненская // Архитектура финансов: трансформация в условиях новой многополярности : Сборник материалов XIII Международной научно-практической конференции, Санкт-Петербург, 10–13 апреля 2024 года. – Санкт-Петербург: Санкт-Петербургский государственный экономический университет, 2024. – С. 120-124. – EDN YOMNMJ.

17. Аванесова, Р. Р. Проблемы оптимизации структуры основных фондов в строительной организации / Р. Р. Аванесова // Актуальные вопросы устойчивого развития государства, общества и экономики : сборник научных статей 2-й Всероссийской научно-практической конференции, Курск, 02–03 ноября 2023 года. – Курск, 2023. – С. 14-17. – DOI 10.47581/2023.EK-02.Avanesova-01. – EDN OWXPPO.

18. Алексеев, А. А. Методика бенчмаркинга экономической эффективности предприятий нефтегазового строительства / А. А. Алексеев, А. Е. Карлик, Д. В. Шапиро // Известия Санкт-Петербургского государственного экономического университета. – 2024. – № 5(149). – С. 94-102. – EDN QQITUH.

19. Афанасьев, М. П. Бюджетная политика формирования технологического суверенитета / М. П. Афанасьев, Н. Н. Шаш // Вопросы государственного и муниципального управления. – 2025. – № 1. – С. 64-92. – DOI 10.17323/1999-5431-2025-0-1-64-92. – EDN CNVEYP.

20. Бабкин, А. В. Парадигма устойчивости промышленных экосистем в условиях новой реальности / А. В. Бабкин, С. П. Кирильчук, Е. В. Наливайченко // Экономическое возрождение России. – 2026. – № 1(87). – С. 48-64. – DOI 10.37930/1990-9780-2026-1-87-48-64. – EDN PCXPVF.

21. Балабанова, А. В. Сущность, содержание и основные понятия стратегической устойчивости предпринимательских структур / А. В. Балабанова,

К. Д. Бусыгин // Путеводитель предпринимателя. – 2014. – № 24. – С. 63-72. – EDN TELAWD.

22. Балюк, И. А. Международное долговое финансирование: основные формы механизмы / И. А. Балюк. – Москва : Общество с ограниченной ответственностью "Русайнс", 2024. – 188 с. – ISBN 978-5-466-04829-2. – EDN FFVWZS.

23. Балюк, И. А. Цифровые финансовые инструменты: международный опыт и перспективы использования / И. А. Балюк, М. А. Балюк // Российский экономический журнал. – 2024. – № 3. – С. 95-108. – DOI 10.52210/0130-9757_2024_3_95. – EDN JEPNRU.

24. Бараненко, С. П. Стратегическая устойчивость предприятия / С. П. Бараненко, В. В. Шеметов ; С. П. Бараненко, В. В. Шеметов ; Рос. акад. предпринимательства. – Москва : Центрполиграф, 2004. – ISBN 5-9524-1325-0. – EDN QQJCUL.

25. Бараненко, С. П. Факторы стратегической устойчивости промышленного предприятия / С. П. Бараненко // Ученые записки Российской Академии предпринимательства. – 2016. – № 49. – С. 223-233. – EDN XGURSZ.

26. Блокчейн в платежных системах, цифровые финансовые активы и цифровые валюты : учебное пособие для магистратуры / Т. Э. Рождественская, А. А. Ситник, Е. Г. Хоменко, И. В. Лагкуева. – Москва : Юридическое издательство "Норма", 2022. – 128 с. – EDN SDEXNW.

27. Бондарева, Я. Ю. Организационно-экономический механизм государственно-частного партнерства при реализации высокотехнологичных инвестиционных проектов / Я. Ю. Бондарева, Е. А. Лавриненко // Экономика устойчивого развития. – 2022. – № 4(52). – С. 101-104. – DOI 10.37124/20799136_2022_4_52_101. – EDN BTVOVW.

28. Брейли Ричард, Майерс Стюарт Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс // Пер. с англ. Н. Барышниковой. — М.: ЗАО «Олимп—Бизнес», 2008. — 1008 с: ил. ISBN 978-5-9693-0089-7 (рус.)

29. Бричка, Е. И. Механизмы и инструменты финансового рынка для российских коммерческих банков в условиях финансовых ограничений: проблемы и решения / Е. И. Бричка, Я. А. Боженко // Обеспечение финансового суверенитета на основе достижения финансовой безопасности и развития финансовых рынков : материалы II Международного научно-практического форума, Ростов-на-Дону, 12–13 ноября 2024 года. – Ростов-на-Дону: Ростовский государственный экономический университет (РИНХ), 2024. – С. 348-352. – EDN CHDSBI.

30. Бреусова, А. Г. Конкурентный климат и условия конкуренции в регионе: роль и влияние на поведение компаний / А. Г. Бреусова // Вестник Омского университета. Серия: Экономика. – 2025. – Т. 23, № 1. – С. 88-97. – DOI 10.24147/1812-3988.2025.23(1).88-97. – EDN IPSYXO.

31. Бреусова, А. Г. Разработка мероприятий по развитию конкурентной среды на региональных рынках / А. Г. Бреусова // Вестник Омского университета. Серия: Экономика. – 2024. – Т. 22, № 1. – С. 81-89. – DOI 10.24147/1812-3988.2024.22(1).81-89. – EDN LRTAVM.

32. Ван Хорн, Д. С. Основы финансового менеджмента = Fundamentals of financial management : пер. с англ. / Д. С. Ван Хорн, Д. М. Вахович мл. ; ред. А. А. Старостина, В. А. Кравченко. – Санкт-Петербург; Москва : Диалектика, 2020. – 1056 с. – Параллельн. тит. л. на англ. яз. – ISBN 978-5-907144-73-6.

33. Василенкова, Н. В. Информационная безопасность промышленности как возможность развития промышленного суверенитета России / Н. В. Василенкова // Цифровое общество: образование, экономика, технологии : Сборник трудов IV Международной научно-практической конференции, Новокузнецк, 18–19 марта 2026 года. – Москва: ООО "Актуальность.РФ", 2026. – С. 124-128. – EDN QHIKJM.

34. Василенкова, Н. В. Финансовый механизм поддержки промышленного суверенитета в Российской Федерации / Н. В. Василенкова // Актуальные проблемы науки и образования в условиях современных вызовов (шифр - МКАП 51) : Сборник материалов LI Международной научно-практической конференции,

Москва, 13 апреля 2026 года. – Москва: ООО «Издательство Академическая среда», 2026. – С. 261-267. – EDN DGSLOR.

35. Вейг, Н. В. Структурные изменения российской промышленности в контексте нарастания объективных ресурсных ограничений / Н. В. Вейг, А. П. Дроздова, А. Е. Карлик // Экономические науки. – 2024. – № 237. – С. 252-259. – DOI 10.14451/1.237.252. – EDN XANGCG.

36. Ветрова, Е. Н. Стратегические аспекты управления экономикой / Е. Н. Ветрова, В. Ф. Богачев // Научный журнал НИУ ИТМО. Серия: Экономика и экологический менеджмент. – 2021. – № 2. – С. 153-160. – DOI 10.17586/2310-1172-2021-14-2-153-160. – EDN MVBVMS.

37. Демина, О. В. Топливо-энергетический комплекс: национальная и региональная проекции / О. В. Демина. – Хабаровск : Институт экономических исследований ДВО РАН, 2024. – 200 с. – ISBN 978-5-906118-76-9. – EDN LPRGDM.

38. Демина, О. В. Пространственная организация рынков продукции топливно-энергетического комплекса России / О. В. Демина // Пространственная экономика. – 2024. – Т. 20, № 1. – С. 63-95. – DOI 10.14530/se.2024.1.063-095. – EDN VJHGVK.

39. Детерминанты развития экономики России в условиях цифровой трансформации и обеспечения технологического суверенитета / Е. Н. Макаренко, И. А. Полякова, И. А. Кислая [и др.]. – Ростов-на-Дону : Ростовский государственный экономический университет (РИНХ), 2023. – 546 с. – ISBN 978-5-7972-3086-1. – EDN SHRIVS.

40. Дудин, М. Н. Актуальные проблемы обеспечения финансового суверенитета России в условиях международных санкций / М. Н. Дудин, С. В. Шкодинский, М. О. Иванов // Финансы: теория и практика. – 2023. – Т. 27, № 1. – С. 185-194. – DOI 10.26794/2587-5671-2023-27-1-185-194. – EDN RRVXLB.

41. Дудин, М. Н. Импортзамещение в АПК как стратегическое направление обеспечения национальной безопасности / М. Н. Дудин, З. К. Омарова // ЦИТИСЭ. – 2019. – № 2(19). – С. 10. – EDN OBQSCK.

42. Дудин, М. Н. Экономические и инфраструктурные инструменты обеспечения государственного экономического суверенитета в цифровой экономике: опыт Российской Федерации и мира / М. Н. Дудин, С. В. Шкодинский, И. А. Продченко // Вопросы инновационной экономики. – 2022. – Т. 12, № 1. – С. 57-80. – DOI 10.18334/vines.12.1.114254. – EDN ULOLLB.

43. Инновационное развитие отечественного и мирового энергетического сектора: переход к зеленой энергетике / И. А. Максимцев, К. Б. Костин, О. А. Онуфриева [и др.] // Экономика, предпринимательство и право. – 2024. – Т. 14, № 6. – С. 2963-2984. – DOI 10.18334/ep.14.6.121094. – EDN XZESQO.

44. Карлик, А. Е. Кузбасс в обеспечении безопасности потенциала ОПК в условиях геополитической трансформации / А. Е. Карлик, Е. А. Ткаченко // Развитие производительных сил Кузбасса: история, современный опыт, стратегия будущего : Материалы Международной научно-практической конференции. В 4-х томах, Москва, 17–23 ноября 2023 года. – Москва: Российская академия наук, 2024. – С. 111-114. – EDN LAVGMW.

45. Карлик, А. Е. Использование системы сбалансированных показателей в стратегическом управлении предприятием для обеспечения конкурентных преимуществ в нефтегазовой отрасли / А. Е. Карлик, Р. Е. Шепелев // Стратегическое планирование и развитие предприятий : материалы XXV Всероссийского симпозиума, Москва, 09–10 апреля 2024 года. – Москва: Центральный экономико-математический институт РАН, 2024. – С. 90-93. – DOI 10.34706/978-5-8211-0822-7-s1-18. – EDN SHEVLB.

46. Карпов, В. В. Развитие экономики регионов Сибирского федерального округа в современных условиях / В. В. Карпов, А. А. Кораблева, А. Г. Бреусова // Вестник Самарского государственного экономического университета. – 2024. – № 12(242). – С. 42-55. – EDN KJMHGD.

47. Клейнер, Г. Б. Устойчивость российской экономики в зеркале системной экономической теории (Часть 1) / Г. Б. Клейнер // Вопросы экономики. – 2015. – № 12. – С. 107-123. – DOI 10.32609/0042-8736-2015-12-107-123. – EDN UXMGQH.

48. Клейнер, Г. Б. Устойчивость российской экономики в зеркале системной экономической теории (Часть 2) / Г. Б. Клейнер // Вопросы экономики. – 2016. – № 1. – С. 117-138. – EDN VGSOTL.

49. Клейнер, Г. Б. Системный ресурс стратегической устойчивости экономики / Г. Б. Клейнер // Научно-технические ведомости Санкт-Петербургского государственного политехнического университета. Экономические науки. – 2015. – № 4(223). – С. 10-24. – DOI 10.5862/ЖЕ.223.1. – EDN SGEOКС.

50. Кобылинская, Г. В. Сущностные признаки финансово-инвестиционного потенциала региона: взаимодействие элементов потенциала / Г. В. Кобылинская // Север и Арктика в новой парадигме мирового развития. Лузинские чтения – 2022 : Материалы XI Международной научно-практической конференции, Апатиты, 22–23 сентября 2022 года. – Апатиты: ФИЦ КНЦ, 2022. – С. 96-97. – EDN SEPOEQ.

51. Ковалев, В. В. Финансово-учетная компонента в экономике: современные тенденции и вызовы / В. В. Ковалев, М. Л. Пятов // Наука СПбГУ – 2023 : Сборник материалов Всероссийской конференции по естественным и гуманитарным наукам с международным участием, Санкт-Петербург, 21 ноября 2023 года. – Санкт-Петербург: СПбГУ, 2024. – С. 768-769. – EDN KXPQJQ.

52. Коваленко Н. В., Чекунов А. С., Подлипенская Л. В. Экономическая эффективность государственной поддержки промышленности (на примере отрасли машиностроения): оптимизационная модель // Вестник ТГЭУ. — 2022. — 1 (101).

53. Косорукова, И. В. Скрининг-оценка региональных инвестиционных проектов для предоставления мер государственной финансовой поддержки / И. В. Косорукова, О. В. Лосева, М. А. Федотова // Финансы: теория и практика. – 2024. – Т. 28, № 2. – С. 23-39. – DOI 10.26794/2587-5671-2024-28-2-23-39. – EDN AWQMFI.

54. Кочеткова, Д. В. ESG финансирование промышленных стартапов: анализ, динамика / Д. В. Кочеткова, Е. А. Ткаченко // Научные исследования

молодых ученых: современные вызовы и тенденции развития российской науки : Сборник материалов XI Международной научно-практической конференции молодых ученых, Санкт-Петербург, 27 февраля 2024 года. – Санкт-Петербург: Санкт-Петербургский государственный экономический университет, 2024. – С. 91-97. – EDN GUBWYX.

55. Князева, Е. Г. От результативности к эффективности финансирования государственных программ субъектов Российской Федерации / Е. Г. Князева, К. Н. Самков // Journal of New Economy. – 2023. – Т. 24, № 2. – С. 6-27. – DOI 10.29141/2658-5081-2023-24-2-1. – EDN ZOLTPL.

56. Кузьмин, А. Е. Проблемы импортозамещения промышленной продукции в России на региональном уровне / А. Е. Кузьмин, А. В. Бабкин // Интеллектуальная инженерная экономика и Индустрия 5.0 (ИНПРОМ-2024) : Сборник трудов X Международной научно-практической конференции. В 2-х томах, Санкт-Петербург, 25–28 апреля 2024 года. – Санкт-Петербург: ПОЛИТЕХ-ПРЕСС, 2024. – С. 204-207. – DOI 10.18720/IEP/2024.2/47. – EDN EUCOWI.

57. Лавриненко, Е. А. Методика оценки межрегионального взаимодействия субъектов РФ в рамках комплементарных технологических компетенций НОЦ мирового уровня / Е. А. Лавриненко, Ю. В. Лыщикова // Экономика. Информатика. – 2024. – Т. 51, № 4. – С. 753-765. – DOI 10.52575/2687-0932-2024-51-4-753-765. – EDN NXFCIV.

58. Лобан, Н. В. Организационные компетенции, необходимые для обеспечения стратегической устойчивости организации / Н. В. Лобан, О. Е. Устинова // Проблемы экономики и юридической практики. – 2025. – Т. 21, № 1. – С. 246-251. – DOI 10.33693/2541-8025-2025-21-1-246-251. – EDN YZPURH.

59. Лобан, Н. В. Стратегическая устойчивость организации и организационные инновации: эмпирическое исследование / Н. В. Лобан // Стратегические решения и риск-менеджмент. – 2025. – Т. 16, № 1. – С. 89-96. – DOI 10.17747/2618-947X-2025-1-89-96. – EDN VNHMLD.

60. Лосева, О. В. Меры информационно-сервисной и инфраструктурной господдержки процессов интеллектуализации промышленного производства / О.

В. Лосева // Экономическое развитие России. – 2025. – Т. 32, № 2. – С. 159-165. – EDN IHBQRX.

61. Лосева, О. В. Модели оценки и классификации региональных инвестиционных проектов, реализуемых в рамках концессионных соглашений / О. В. Лосева, И. В. Мунерман, М. А. Федотова // Экономика региона. – 2024. – Т. 20, № 1. – С. 276-292. – DOI 10.17059/ekon.reg.2024-1-19. – EDN YKXFXM.

62. Лосева, О. В. Информационно-сервисное обеспечение механизма функционирования промышленности в едином цифровом пространстве / О. В. Лосева, Н. М. Абдикеев // Управленческие науки. – 2024. – Т. 14, № 3. – С. 95-109. – DOI 10.26794/2304-022X-2024-14-3-95-109. – EDN AFBGUU.

63. Лосева, О. В. Система показателей оценки региональных инвестиционных проектов, финансируемых за счет бюджетных средств / О. В. Лосева, М. А. Федотова, В. В. Шпигер // Проблемы экономики и юридической практики. – 2023. – Т. 19, № 5. – С. 298-307. – DOI 10.33693/2541-8025-2023-19-5-298-307. – EDN SCCNNQ.

64. Максимцев, И. А. Формирование геоэкономической стратегии Российской Федерации в условиях военно-политической неопределенности / И. А. Максимцев, А. Е. Карлик, Е. А. Ткаченко // Современная геостратегия Российской Федерации в условиях становления нового мирового порядка : Сборник материалов круглого стола, Кубинка, 12 августа 2024 года. – Москва: Издательский дом "УМЦ", 2024. – С. 134-148. – EDN LFWGIM.

65. Максимцев, И. А. Цифровые финансовые активы как инструмент повышения финансовой устойчивости предприятий ОПК Кузбасса / И. А. Максимцев, Е. А. Ткаченко // Развитие производительных сил Кузбасса: история, современный опыт, стратегия будущего : международная научно-практическая конференция : в 4 т., Кузбасс, 17–23 ноября 2023 года. – Москва: Российская академия наук, 2024. – С. 412-417. – EDN TQTNHW.

66. Малянов, Д. В. Развитие ресурсной базы промышленных предприятий с использованием инструментов проектного финансирования / Д. В. Малянов //

Экономические науки. – 2025. – № 242. – С. 227-233. – DOI 10.14451/1.242.227. – EDN RMIBDU.

67. Малянов, Д. В. Стратегический вектор развития промышленности в России: проектное управление и структурное финансирование / Д. В. Малянов // Экономические науки. – 2024. – № 241. – С. 469-474. – DOI 10.14451/1.241.469. – EDN HJFHGO.

68. Мажара, Е. Н. Перспективный механизм реализации мегапроектов для обеспечения экономической безопасности российских регионов / Е. Н. Мажара // Экономика и управление: научно-практический журнал. – 2025. – № 4(184). – С. 4-11. – DOI 10.34773/EU.2025.4.1. – EDN EKNEYK.

69. Мажара, Е. Н. Укрепление технологического суверенитета страны посредством реализации мегапроектов / Е. Н. Мажара // Вестник УГНТУ. Наука, образование, экономика. Серия: Экономика. – 2025. – № 2(52). – С. 31-45. – DOI 10.17122/2541-8904-2025-2-52-31-45. – EDN USUPQI.

70. Мажара, Е. Н. Реализация крупномасштабных инвестиционных проектов с государственным участием в условиях санкций / Е. Н. Мажара // Сибирская финансовая школа. – 2023. – № 4(152). – С. 21-28. – DOI 10.34020/1993-4386-2023-4-21-28. – EDN WUMNHS.

71. Мейксин, С. М. Повышение эффективности методов организации структурированного финансирования региональных проектов в России / С. М. Мейксин, Е. А. Ткаченко // Научные исследования современных проблем развития России: тенденции развития в условиях неопределенности : Сборник научных трудов по итогам Международной научно-практической конференции молодых ученых Санкт-Петербургского государственного экономического университета. В 2-х частях, Санкт-Петербург, 16 мая 2023 года. – Санкт-Петербург: Санкт-Петербургский государственный экономический университет, 2024. – С. 186-189. – EDN ITOPII.

72. Мейксин, С. М. Тенденции рынка структурного финансирования промышленности в России / С. М. Мейксин // Научные исследования молодых ученых: современные вызовы и тенденции развития российской науки : Сборник

материалов XI Международной научно-практической конференции молодых ученых, Санкт-Петербург, 27 февраля 2024 года. – Санкт-Петербург: Санкт-Петербургский государственный экономический университет, 2024. – С. 108-112. – EDN BQMZXL.

73. Мейксин, С. М. Развитие рынка структурного финансирования в России на базе внедрения цифровых активов / С. М. Мейксин, Е. А. Ткаченко // Международная образовательная конференция молодых учёных и специалистов по устойчивому развитию, инвестициям и финансовым рискам "Финатлон форум" : Материалы конференции, Москва, 21 ноября 2023 года. – Москва: Московский политехнический университет, 2024. – С. 522-528. – EDN FНАНТР.

74. Мейксин, С. М. Перспективы применения цифровых активов в финансовой деятельности российской промышленности / С. М. Мейксин, Е. А. Ткаченко // Экономические науки. – 2023. – № 226. – С. 89-95. – DOI 10.14451/1.226.89. – EDN BGNITJ.

75. Мейксин, С. М. Ключевые тенденции на рынке структурного финансирования в России / С. М. Мейксин, Е. А. Ткаченко // Инновации и инвестиции. – 2024. – № 9. – С. 466-468. – EDN OQAHOP.

76. Мейксин, С. М. Перспективы использование блокчейна для управления структурным финансированием региональных проектов промышленности / С. М. Мейксин, Е. А. Ткаченко // Финансовые рынки и банки. – 2025. – № 6. – С. 406-410. – EDN ZYEACN.

77. Мерзликин, В. С. Развитие методов оценки стоимости бизнеса в процедурах слияний и поглощений / В. С. Мерзликин, И. В. Косорукова // Детерминанты развития экономики и общества в условиях глобальных изменений : сборник статей II Международной научно-практической конференции, Москва, 25–26 апреля 2024 года. – Курск: ЗАО «Университетская книга», 2024. – С. 206-211. – EDN IJFXUR.

78. Меры финансовой господдержки и риск-факторы, влияющие на стоимость инвестиционных проектов по внедрению промышленных робототехнических комплексов / О. В. Борисова, С. Р. Древинг, О. В. Лосева, М.

А. Федотова // Финансы: теория и практика. – 2025. – Т. 29, № 3. – С. 20-34. – DOI 10.26794/2587-5671-2025-29-3-20-34. – EDN YTIJYO.

79. Миргасимов, Д. Р. Сравнительный анализ российского и мирового рынка устойчивого финансирования: состояние и перспективы / Д. Р. Миргасимов // Фундаментальные исследования. – 2023. – № 6. – С. 36-41. – DOI 10.17513/fr.43468. – EDN BBJBLQ.

80. Михина, Е. В. Финансирование инвестиционных проектов в целях обеспечения технологического суверенитета Российской Федерации / Е. В. Михина // Вестник Алтайской академии экономики и права. – 2025. – № 2-2. – С. 224-232. – DOI 10.17513/vaael.4008. – EDN ABODAQ.

81. Разработка концепции платформенной экологизации производства на основе индикаторов социально-экологического развития / Л. М. Давиденко, А. А. Титков, В. В. Карпов, М. А. Миллер // Вестник Торайгыров университета. Экономическая серия. – 2024. – № 1. – С. 46-58. – DOI 10.48081/HBYA6253. – EDN JCBAVW.

82. Рождественская, Т. Э. Финансовый рынок: Актуальные вопросы публично-правового регулирования / Т. Э. Рождественская, А. В. Карташов // Евразийский юридический журнал. – 2024. – № 11(198). – С. 14-16. – EDN SXFKFS.

83. Рождественская, Т. Э. Источники правового регулирования технологий на финансовом рынке России / Т. Э. Рождественская, А. В. Карташов // Вопросы российского и международного права. – 2024. – Т. 14, № 8-1. – С. 14-25. – EDN LDWFRE.

84. Самков, К. Н. Актуализация признаков финансирования государственных программ в развитии оценки эффективности бюджетных расходов / К. Н. Самков // Финансы и общество: новые реалии, новые форматы, новые финансовые инструменты : Материалы I Всероссийской научно-практической конференции, Екатеринбург, 29 ноября 2022 года / Ответственный за выпуск М.С. Марамыгин, ответственный редактор Н.А. Истомина. –

Екатеринбург: Уральский государственный экономический университет, 2023. – С. 162-167. – EDN CFAMDF.

85. Самков, К. Н. Структурно-целевой подход к финансированию государственных программ / К. Н. Самков // Менеджмент и предпринимательство в парадигме устойчивого развития : Материалы V Международной научно-практической конференции, Екатеринбург, 12 мая 2022 года / Ответственный за выпуск В.Е. Ковалев, редакционная коллегия: А.Е. Плахин, И.Н. Ткаченко. – Екатеринбург: Уральский государственный экономический университет, 2022. – С. 157-161. – EDN RECNGJ.

86. Самков, К. Н. Оценка эффективности целевого финансирования / К. Н. Самков // Конкурентоспособность территорий : Материалы XXV Всероссийского экономического форума молодых ученых и студентов, Екатеринбург, 27–30 апреля 2022 года / Отв. за выпуск: Я.П. Силин, В.Е. Ковалев. Том Часть 1. – Екатеринбург: Уральский государственный экономический университет, 2022. – С. 51-53. – EDN DEXXQD.

87. Сапункова А.И. Правовое регулирование синдицированного кредитования в международном коммерческом обороте / под редакцией А. И. Сапунковой. — Москва: Издательство Юрайт, 2022. — 263 с. — ISBN 978-5-544-4186-2

88. Сотников, В. В. Теория государственно-частного партнерства как фактора обеспечения устойчивости региона / В. В. Сотников, Р. Р. Аванесова, Х. М. Мусаева // Естественно-гуманитарные исследования. – 2023. – № 1(45). – С. 223-230. – EDN ANGLWA.

89. Спильниченко, В. К. Взаимодействие предприятия со стейкхолдерами в процессе стратегического развития / В. К. Спильниченко, С. Б. Болдырева // Экономика и управление: проблемы, решения. – 2024. – Т. 7, № 6(147). – С. 77-82. – DOI 10.36871/ek.up.p.r.2024.06.07.011. – EDN UFMKDZ.

90. Спильниченко, В. К. Цифровые финансовые активы как направление устойчивого развития / В. К. Спильниченко, В. В. Фомочкина // XXII Чаяновские чтения. Творческая экономика для устойчивого развития : Сборник статей,

Москва, 24–25 марта 2022 года. – Москва: Российский государственный гуманитарный университет, 2022. – С. 311-321. – EDN PJRGOV.

91. Тазихина, Т. В. Комбинированная массовая оценка региональных инвестиционных проектов / Т. В. Тазихина, И. В. Косорукова, В. С. Мартынова // Проблемы теории и практики управления. – 2023. – № 8. – С. 60-74. – EDN MKDLDU.

92. Тамбовцев, В. Л. Целевые программы в Российской Федерации как объекты оценки / В. Л. Тамбовцев // Управленец. – 2021. – Т. 12, № 2. – С. 46-62. – DOI 10.29141/2218-5003-2021-12-2-4. – EDN BEVWVE.

93. Тамбовцев, В. Л. Культура территориального планирования / В. Л. Тамбовцев, И. А. Рождественская // Экономическая наука современной России. – 2025. – Т. 28, № 2. – С. 14-27. – DOI 10.33293/1609-1442-2025-28(2)-14-27. – EDN PZIMCS.

94. Тамбовцев, В. Л. Анализ экономики отраслей, межотраслевых комплексов и регионов: в поисках общих закономерностей (О книге «Системно-ориентированное моделирование реального сектора российской мезоэкономики» под ред. Г. Б. Клейнера) / В. Л. Тамбовцев // Вопросы экономики. – 2024. – № 6. – С. 150-160. – DOI 10.32609/0042-8736-2024-6-150-160. – EDN HQRQTN.

95. Тамбовцев, В. Л. Механизмы реализации территориальных стратегий в институциональной теории стратегического планирования / В. Л. Тамбовцев, И. А. Рождественская // Terra Economicus. – 2024. – Т. 22, № 1. – С. 20-34. – DOI 10.18522/2073-6606-2024-22-1-20-34. – EDN KMUZFE.

96. Тавбулатова, З. К. Экономические последствия циклов в добыче полезных ископаемых для регионов России / З. К. Тавбулатова, Е. Н. Цыганко, А. Н. Мелюхин // Известия Тульского государственного университета. Науки о Земле. – 2025. – № 1. – С. 856-868. – EDN EBXOVG.

97. Тавбулатова, З. К. Ретроспективный анализ рынка проектного финансирования: состояние и тенденции развития / З. К. Тавбулатова, У. С. Э. Хаханаев, М. А. Яндаров // МИЛЛИОНЩИКОВ-2023 : Материалы VI Всероссийской научно-практической конференции студентов, аспирантов и

молодых ученых с международным участием, Грозный, 30–31 мая 2023 года. – Грозный: Грозненский государственный нефтяной технический университет имени академика М.Д. Миллионщикова, 2023. – С. 528-533. – DOI 10.26200/GSTOU.2023.20.15.101. – EDN RLQJPZ.

98. Ткаченко, Е. А. Компетентностный подход к обеспечению технологического суверенитета Российской промышленности / Е. А. Ткаченко, С. О. Яньшин // Экономические науки. – 2024. – № 236. – С. 267-276. – DOI 10.14451/1.236.267. – EDN WBSQVO.

99. Ткаченко, Е. А. Состояние и проблемы промышленных предприятий в контексте структурной трансформации российской экономики / Е. А. Ткаченко // Известия Санкт-Петербургского государственного экономического университета. – 2023. – № 6-1(144). – С. 107-114. – EDN LXHZYU.

100. Ткаченко, Е. А. Интеграция цифровых технологий в нефтегазовую отрасль: детерминанты трансформации, системные эффекты и ограничения внедрения / Е. А. Ткаченко, Е. М. Мейксина, С. Н. Дорошенко // Известия Санкт-Петербургского государственного экономического университета. – 2025. – № 6(156). – С. 110-117. – EDN JSJKPZ.

101. Ткаченко, Е. А. ESG и зеленые решения в контексте проблем глобальной экономики / Е. А. Ткаченко // Известия Санкт-Петербургского государственного экономического университета. – 2022. – № 5-1(137). – С. 13-20. – EDN ANDGFE.

102. Ткаченко, Е. А. Проблемы совершенствования политики поддержки малых и средних предприятий в целях импортозамещения / Е. А. Ткаченко // Известия Санкт-Петербургского государственного экономического университета. – 2022. – № 6(138). – С. 107-113. – EDN GRLNEJ.

103. Травкина, Е. В. Необходимость и предпосылки структурной трансформации финансирования реального сектора российской экономики / Е. В. Травкина, Р. А. Агаронян // Финансовые рынки и банки. – 2024. – № 1. – С. 28-32. – EDN UDMKGQ.

104. Турсынова, Б. Ж. Разработка методики оценки финансовой устойчивости с учетом факторов ESG-трансформации / Б. Ж. Турсынова, И. В. Косорукова // Экономические науки. – 2024. – № 240. – С. 271-276. – DOI 10.14451/1.240.271. – EDN SEUFZT.

105. Травкина, Е. В. Оценка зарубежного опыта по созданию и приумножению «длинных денег» в экономике на базе применения современных финансовых технологий / Е. В. Травкина // Теория и практика общественного развития. – 2025. – № 6(206). – С. 138-144. – DOI 10.24158/tipor.2025.6.16. – EDN IQJFHM.

106. Травкина, Е. В. Необходимость и предпосылки структурной трансформации финансирования реального сектора российской экономики / Е. В. Травкина, Р. А. Агаронян // Финансовые рынки и банки. – 2024. – № 1. – С. 28-32. – EDN UDMKGQ.

107. Финансово-инвестиционный потенциал регионов Крайнего Севера и Арктики Российской Федерации: методология оценки и управление / Г. В. Кобылинская, С. В. Федосеев, Т. И. Барашева [и др.]. – Апатиты : Федеральное государственное бюджетное учреждение науки Федеральный исследовательский центр "Кольский научный центр" Российской академии наук, 2024. – 193 с. – DOI 10.37614/978.5.91137.507.2. – EDN LPJKOM.

108. Формирование и реализация механизма стратегического планирования на промышленном предприятии : Монография / М. В. Тихонова, В. В. Платонов, М. В. Макеенко, А. В. Лящук. – Санкт-Петербург : Санкт-Петербургский государственный экономический университет, 2024. – 109 с. – ISBN 978-5-7310-6238-1. – EDN XVDTSG.

109. Хомченко, Е. В. Стратегия развития предприятий в условиях экономических санкций: исторический обзор / Е. В. Хомченко, М. В. Тихонова // Социальные и экономические системы. – 2023. – № 4-2(46). – С. 218-231. – EDN EAIWAN.

110. Хаханаев, У. С. Э. Факторы успеха проектного финансирования жилищного строительства: ключевая ставка и новые требования к участникам

проекта / У. С. Э. Хаханаев // Финансы и кредит. – 2025. – Т. 31, № 6. – С. 162-177. – DOI 10.24891/svfpcy. – EDN SVFPCY.

111. Хаханаев, У. С. Э. Динамика развития глобального рынка проектного финансирования / У. С. Э. Хаханаев, З. К. Тавбулатова // Сборник материалов XXII Международной научно-практической конференции "Смирновские чтения – 2023", Санкт-Петербург, 22–24 марта 2023 года / Международный банковский институт имени Анатолия Собчака. Том Часть 3. – Санкт-Петербург: Международный банковский институт имени Анатолия Собчака, 2023. – С. 64-70. – EDN SUJVVQ.

112. Цифровые технологии как основа развития мировой экономики: возможности Российской Федерации в условиях санкций / И. А. Максимцев, К. Б. Костин, О. А. Онуфриева [и др.]. – Санкт-Петербург : Санкт-Петербургский государственный экономический университет, 2024. – 213 с. – ISBN 978-5-7310-6252-7. – EDN OAGIUW.

113. Челухина, Н. Ф. Проблемы привлечения капитала на российском фондовом рынке / Н. Ф. Челухина, М. А. Аскаленок // Научные исследования и разработки. Экономика фирмы. – 2025. – Т. 14, № 2. – С. 41-47. – DOI 10.12737/2306-627X-2025-14-2-41-47. – EDN LLVWGF.

114. Чекункова, И. А. Современные тенденции развития рынка альтернативного кредитования в России / И. А. Чекункова, Е. И. Бричка // Вестник Самарского государственного экономического университета. – 2025. – № 2(244). – С. 127-139. – EDN FOSLUW.

115. Шамсутдинова, М. Р. Особенности государственного управления в условиях реализации национальных проектов / М. Р. Шамсутдинова, Н. Ю. Сопилко, В. К. Спильниченко // Экономика и управление: проблемы, решения. – 2025. – Т. 6, № 2(155). – С. 110-116. – DOI 10.36871/ek.ur.p.r.2025.02.06.011. – EDN DZLWAJ.

116. Шапиро, Д. В. Инновационные перспективы нефтегазового строительства / Д. В. Шапиро, А. Е. Карлик, А. А. Алексеев // Экономические науки. – 2024. – № 235. – С. 198-205. – DOI 10.14451/1.235.198. – EDN ODIVXI.

117. Шерemet, А. Д. Анализ инвестиционной привлекательности компании / А. Д. Шерemet, А. И. Хоменко // Аудит. – 2020. – № 7. – С. 28-31. – EDN XFFCKM.

118. Шулимова, М. А. Оценка рисков инновационной деятельности промышленных предприятий в условиях технологической изоляции: теоретические аспекты / М. А. Шулимова, Р. М. Бирюков, Р. С. А. Маккаева // Региональные проблемы преобразования экономики. – 2025. – № 5(175). – С. 261-270. – DOI 10.26726/rppe2025v5aoroi. – EDN VPMLNI.

119. Яськова, Н. Ю. Инвестиционные горизонты совместной деятельности по достижению целей национальных проектов / Н. Ю. Яськова, С. Ю. Самойлов // Известия вузов. Инвестиции. Строительство. Недвижимость. – 2025. – Т. 15, № 1(52). – С. 20-30. – DOI 10.21285/2227-2917-2025-1-20-30. – EDN UKLEAN.

120. Яшин, Н. С. Методология стратегической устойчивости предприятия / Н. С. Яшин, Е. С. Григорян // Вестник Саратовского государственного социально-экономического университета. – 2015. – № 1(55). – С. 18-22. – EDN TZUGCR.

121. Amel-Zadeh A., Serafeim G. Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey Analysts Journal. 2018. Vol. 74. Iss. 3. P. 87–103. <https://doi.org/10.2469/faj.v74.n3.2>.

122. Bell, G. G. Looking at Resilience With a New Eye: A Nomological Network and... / G. G. Bell, A. Sweetman // Journal of Applied Business and Economics. — 2022.

123. Boers B., Brozovic D. Intuitive decision making in times of crisis: Results from a study of resilience in Swedish small and medium-sized enterprises (SMEs) // Management Revue 36(3) – 2025. – DOI:10.31083/MRev46833

124. Colberg, T. Strategic Resilience: A systematic review of leading literature / T. Colberg // Journal of Business Management. — 2022. — Vol. 20. — P. 1–23. — DOI:10.32025/JBM22004

125. Chen, Zhuo & He, Zhiguo & Liu, Chun, 2020. "The financing of local government in China: Stimulus loan wanes and shadow banking waxes," Journal of Financial Economics, Elsevier, vol. 137(1), pages 42-71.

126. Gligor D.M. Distinguishing between the concepts of supply chain agility and resilience: A multidisciplinary literature review / D. M. Gligor [et al.] // *The International Journal of Logistics Management*. — 2019. — DOI: 10.1108/IJLM-10-2017-0259

127. Guangyou Zhou & Chen Liu & Sumei Luo, 2021. "Resource Allocation Effect of Green Credit Policy: Based on DID Model," *Mathematics*, MDPI, vol. 9(2), pages 1-18, January.

128. Hamel, G. *The Quest for Resilience* / G. Hamel, L. Välikangas // *Harvard Business Review*. — 2003. — Vol. 81, № 9. — P. 52–63.

129. Hepfer, M., & Lawrence, T. B. *The Heterogeneity of Organizational Resilience: Exploring functional, operational and strategic resilience* // *Organization Theory*. —2022. —№1.

130. Holling, C. S. *Resilience and Stability of Ecological Systems* / C. S. Holling // *Annual Review of Ecology, Evolution, and Systematics*. — 1973. — Vol. 4. — P. 1–23.

131. Iftikhar A. A meta-analytical review of antecedents and outcomes of firm resilience / A. Iftikhar, L. Purvis, I. Giannoccaro // *Journal of Business Research*. — 2021. — Vol. 135. — P. 408-425.

132. Jousen P. *Enabling Strategic Change Toward Resilience: A Systematic Review From a Dynamic Capabilities Perspective* / P. Jousen, S. K. Kanbach, S. Kraus // *Strategic Change*. — 2024. — DOI: 10.1002/jsc.2626.

133. Neukam, M. *Mapping Theoretical Perspectives for Requisite Resilience* / M. Neukam, E. Muller, T. Burger-Helmchen // *SSRN Electronic Journal* — 2025. — DOI: 10.2139/ssrn.5827262

134. Rui Zhou *Sustainable Economic Development, Digital Payment, and Consumer Demand: Evidence from China*, *Int. J. Environ. Res. Public Health*, 19 (14) (2022), p. 8819

135. Staw, B. M. *Threat-rigidity effects in organizational behavior: A multilevel analysis* / B. M. Staw, L. E. Sandelands, J. E. Dutton // *Administrative Science Quarterly*. — 1981.

136. Sumei Luo & Yuxi Zhang & Guangyou Zhou, 2018. "Financial Structure and Financing Constraints: Evidence on Small- and Medium-Sized Enterprises in China," *Sustainability*, MDPI, vol. 10(6), pages 1-20, May.

137. Tapscott, D. and Tapscott, A. (2016) *Blockchain Revolution: How the Technology behind Bitcoin Is Changing Money, Business, and the World*. Penguin, New York.

138. Yener Altunbas & Alper Kara & David Marques-Ibanez, 2010. "Large debt financing: syndicated loans versus corporate bonds," *The European Journal of Finance*, Taylor & Francis Journals, vol. 16(5), pages 437-458.

139. Zhang W, Zhao S, Wan X, Yao Y. Study on the effect of digital economy on high-quality economic development in China. *PLoS One*. 2021 Sep 21;16(9):e0257365. doi: 10.1371/journal.pone.0257365. eCollection 2021.

140. АКРА Методология присвоения кредитных рейтингов нефинансовым компаниям по национальной шкале для Российской Федерации [Электронный ресурс] / Официальный сайт АКРА. Дата обращения – 12.04.2025 - Режим доступа: <https://www.acra-ratings.ru/criteria>. – Загл. с экрана. – Яз. Рус.

141. Годовой отчет ЦБ РФ за 2024 год / Официальный сайт ЦБ РФ. Дата обращения – 12.04.2025 - Режим доступа: https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/55239/ar_2024.pdf – Загл. с экрана. – Яз. Рус

142. Информация об американском законодательстве в сфере работы на рынках синдицированного кредитования [Электронный ресурс] / Официальный сайт LSTA. Дата обращения – 12.04.2025 - Режим доступа: <https://www.lsta.org/>- Загл. с экрана. – Яз. Англ.

143. Информация о инвестициях в основной капитал [Электронный ресурс] / Федеральная служба государственной статистики. Дата обращения – 12.05.2025 - Режим доступа: https://rosstat.gov.ru/investment_nonfinancial – Загл. с экрана. – Яз. Рус.

144. Анализ финансовой устойчивости предприятий реального сектора / Федеральная служба государственной статистики. [Электронный ресурс]. Дата

обращения – 12.05.2025 - Режим доступа: <https://78.rosstat.gov.ru/folder/27774/> / – Загл. с экрана. – Яз. Рус.

145.125 Анализ деятельности предприятий [Электронный ресурс] / Федеральная служба государственной статистики. Дата обращения – 12.05.2025 - Режим доступа: <https://rosstat.gov.ru/> – Загл. с экрана. – Яз. Рус.

146. Основные направления бюджетной политики [Электронный ресурс] / Министерство финансов. Дата обращения – 12.06.2025 - Режим доступа: <https://minfin.gov.ru/ru/performance/budget/policy/> – Загл. с экрана. – Яз. Рус.

147. Стратегия инновационного развития Российской Федерации на период до 2020 года [Электронный ресурс] / Правительство России. Дата обращения – 12.02.2025 - Режим доступа: <http://government.ru/docs/9282/> – Загл. с экрана. – Яз. Рус.

148. Основные направления ДКП [Электронный ресурс] / ЦБ РФ. Дата обращения – 12.06.2025 - Режим доступа: http://www.cbr.ru/about_br/publ/ondkp/ – Загл. с экрана. – Яз. Рус.

149. Стандартный договор синдицированного кредитования [Электронный ресурс] / РБК. Дата обращения – 12.06.2025 - Режим доступа: <https://asros.ru/projects/syndicated/index.php> – Загл. с экрана. – Яз. Рус.

150. Информация об английском законодательстве в сфере работы на рынках синдицированного кредитования [Электронный ресурс] / Официальный сайт LMA. Дата обращения – 12.04.2025 - Режим доступа: <https://www.lma.eu.com/> - Загл. с экрана. – Яз. Англ.

151. Информационные базы о предоставленных кредитах [Электронный ресурс] / Официальный сайт Cbonds. Дата обращения – 12.04.2025 - Режим доступа: <https://cbonds.ru/loans/> Загл. с экрана. – Яз. Рус.

152. Обзоры финансовых рынков [Электронный ресурс] / Официальный сайт Citi VELOCITY. Дата обращения – 12.04.2025 - Режим доступа: <https://www.citivelocity.com/> Загл. с экрана. – Яз. Англ.

153. Обзоры финансовых рынков [Электронный ресурс] / Официальный сайт Bloomberg. Дата обращения – 12.04.2025 - Режим доступа: <https://www.bloomberg.com/markets/economics> Загл. с экрана. – Яз. Англ.

154. Путин рассказал о росте промышленного производства в России / РИА новости. Дата обращения – 02.05.2025 - Режим доступа: <https://ria.ru/20241009/putin-1977290917.html> – Загл. с экрана. – Яз. Рус.

155. Путин: нужна проактивная политика экономики предложения, формирующая спрос / РИА новости. Дата обращения – 02.05.2025 - Режим доступа: <https://ria.ru/20230822/ekonomika-1891572113.html> – Загл. с экрана. – Яз. Рус.

156. Статистические данные [Электронный ресурс] / Официальный сайт ЦБ РФ. Дата обращения – 12.04.2025 - Режим доступа: <http://www.cbr.ru> – Загл. с экрана. – Яз. Рус.

157. Статистические данные ММВБ [Электронный ресурс] / Официальный сайт Московской биржи. Дата обращения – 12.04.2025 - Режим доступа: <https://www.moex.com/> – Загл. с экрана. – Яз. Рус.

158. Пресс центр Минфина [Электронный ресурс] / Официальный сайт Министерства финансов. Дата обращения – 12.04.2025 - Режим доступа: <https://minfin.gov.ru/ru/press-center/> – Загл. с экрана. – Яз. Рус.

159. Статистика по финансовым рынкам [Электронный ресурс] / Официальный сайт J. P. Morgan. Дата обращения – 12.04.2025 - Режим доступа: <https://www.jpmorgan.ru/country/ru/ru/jpmorgan> – Загл. с экрана. – Яз. Рус.

160. Эксперты оценили масштабы выхода иностранцев из синдицированных кредитов [Электронный ресурс] / РБК. Дата обращения – 12.06.2025 - Режим доступа: <https://www.rbc.ru/finances/11/10/2023/652566829a7947037a9c61b0> – Загл. с экрана. – Яз. Рус.

161. Материалы конференции «Цифровая индустрия промышленной России» / Официальный сайт ЦИПР. [Электронный ресурс]. Дата обращения – 12.05.2025 - Режим доступа: <https://cipr.ru/> – Загл. с экрана. – Яз. Рус.

162. Данные о влиянии санкций на экономику РФ / Официальный сайт Washington Post. [Электронный ресурс]. Дата обращения – 12.04.2025 - Режим доступа: <https://www.washingtonpost.com/> – Загл. с экрана. – Яз. Рус.

163. Отчёт Всемирного банка «Конкуренция в цифровую эпоху: Стратегические вызовы для РФ» / Официальный сайт Всемирного банка. [Электронный ресурс]. Дата обращения – 05.05.2025 - Режим доступа: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/848071539115489168/pdf/AUS0000158-RUSSIAN-WP-REVISED-P160805-PUBLIC-Disclosed-10-15-2018.pdf> – Загл. с экрана. – Яз. Рус.

164. Данные Ростеха о достижениях / Официальный сайт Ростеха [Электронный ресурс]. Дата обращения – 05.05.2025 - Режим доступа: <https://rostec.ru/media/news/> – Загл. с экрана. – Яз. Рус.

165. Информация о Национальных проектах России / Официальный сайт Национальных проектов [Электронный ресурс]. Дата обращения – 12.05.2025 - Режим доступа: <https://национальныепроекты.рф/> – Загл. с экрана. – Яз. Рус.

166. Заключение на проект бюджета – 2025 / Официальный сайт Счетной палаты Российской Федерации. [Электронный ресурс]. Дата обращения – 12.04.2026 - Режим доступа: <https://ach.gov.ru/audit/project-2025> – Загл. с экрана. – Яз. Рус.

167. Материалы семинара-совещания руководителей аналитических служб аппаратов законодательных (представительных) и исполнительных органов государственной власти субъектов Российской Федерации / Официальный сайт Совета Федераций РФ. [Электронный ресурс]. Дата обращения – 10.04.2025 - Режим доступа: http://council.gov.ru/activity/analytics/analytical_bulletins/105523/ – Загл. с экрана. – Яз. Рус.