

УДК 336.648

ТРАНСФОРМАЦИЯ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ В УСЛОВИЯХ САНКЦИОННОГО ДАВЛЕНИЯ

А.Р. Ахатов

Университет «Синергия», Москва, email: ayaz.achatov@gmail.com

Аннотация. В условиях масштабных санкционных ограничений, введённых против Российской Федерации с 2022 года, структура капитала российских компаний претерпела существенные изменения. Целью настоящего исследования является анализ трансформации структуры капитала крупных публичных эмитентов в условиях внешнеэкономической изоляции, роста стоимости заимствований и ограничения доступа к международным источникам финансирования. В работе применены методы кейс-анализа, ретроспективного анализа финансовой отчётности, а также сравнительная интерпретация коэффициентов долговой нагрузки и рентабельности. Эмпирическая база исследования включает данные компаний из различных отраслей (X5, ЛУКОЙЛ, Яндекс, СПБ Биржа, ВкусВилл) за период 2021–2024 гг. Показано, что основными направлениями адаптации стали дедолларизация долгов, рост доли внутреннего рублёвого финансирования, увеличение собственного капитала за счёт нераспределённой прибыли и выкупа акций, а также сокращение внешней задолженности. Стратегии компаний демонстрируют соответствие компромиссной теории структуры капитала и модели иерархии предпочтений. Отмечается рост роли государственных банков в кредитовании и усиление зависимости от внутренней финансовой политики. Практическая значимость работы заключается в возможности применения полученных выводов для разработки корпоративных финансовых стратегий в условиях ограниченного доступа к внешним рынкам капитала.

Ключевые слова: структура капитала, санкционные ограничения, внутреннее финансирование, корпоративные финансы, российские публичные компании.

CAPITAL STRUCTURE ADJUSTMENT OF RUSSIAN FIRMS UNDER ECONOMIC SANCTIONS

A.R. Akhatov

Synergy University, Moscow, email: ayaz.achatov@gmail.com

Abstract. In the context of large-scale sanctions imposed on the Russian Federation since 2022, the capital structure of Russian companies has undergone significant changes. The purpose of this study is to analyze the transformation of the capital structure of large public issuers in the context of external economic isolation, rising borrowing costs and limited access to international sources of financing. The paper uses case analysis, retrospective analysis of financial statements, as well as a comparative interpretation of debt burden and profitability ratios. The empirical base of the study includes data from companies from various industries (X5, LUKOIL, Yandex, SPB Exchange, VkusVill) for the period 2021–2024. It is shown that the main areas of adaptation were debt de-dollarization, an increase in the share of domestic ruble financing, an increase in equity capital through retained earnings and share buybacks, as well as a reduction in external debt. The companies' strategies demonstrate compliance with the compromise theory of capital structure and the hierarchy of preferences model. The growing role of state banks in lending and increasing dependence on domestic financial policy are noted. The practical significance of the work lies in the possibility of applying the findings to develop corporate financial strategies in conditions of limited access to external capital markets.

Keywords: capital structure, sanctions restrictions, internal financing, corporate finance, Russian public companies.

Дата поступления статьи в редакцию: 16.07.2025

Дата принятия статьи в печать: 28.08.2025

Введение

В 2022 году в результате обострения геополитической ситуации российская экономика оказалась под беспрецедентным санкционным давлением со стороны западных стран. Одним из ключевых последствий стало резкое ограничение доступа российских компаний к международным рынкам капитала и долгового финансирования. Эта внешняя изоляция спровоцировала масштабную трансформацию финансовых стратегий и структуры капитала в корпоративном секторе, что обусловило актуальность настоящего исследования. В условиях ограниченности внешнего заимствования и ухода иностранных инвесторов

российские компании были вынуждены переориентироваться на внутренние источники капитала, пересматривая соотношение собственного и заемного капитала.

Структура капитала является одним из ключевых элементов финансовой устойчивости предприятия, особенно в кризисной макроэкономической среде. Оптимальное соотношение собственного и заемного капитала, а также рациональный выбор инструментов привлечения средств во многом определяют не только стоимость капитала, но и способность организации противостоять внешним шокам. Анализ трансформации в структуре капитала российских компаний в условиях санкционного давления позволяет выявить ключевые закономерности адаптационного поведения бизнеса, а также сформулировать обоснованные выводы о типичных антикризисных стратегиях в условиях кризиса.

К числу ключевых теоретических исследований, заложивших основу современного понимания структуры капитала, относится работа Ф. Модильяни и М. Миллера, в которой обосновывается нейтральность структуры капитала для стоимости фирмы при условии существования совершенного рынка [13]. Представленная концепция стала отправной точкой для последующих научных дискуссий о роли долгового финансирования и ограничений, обусловленных несовершенством реальной экономической среды.

Существенное развитие теория получила в рамках компромиссного подхода, представленного в исследованиях А. Крауса и Р. Литценбергера [10], а также С. Майерса [11]. Согласно этой модели, компании стремятся к такому соотношению между собственными и заёмными средствами, которое позволяет уравновесить выгоды от использования долга (в частности, налоговый щит) и риски финансовых затруднений. Именно эта логика лежит в основе финансовой политики большинства предприятий.

Особое значение имеет теория предпочтения источников финансирования, получившая развитие в работах С. Майерса и Н. Майлуфа [12]. В соответствии с ней, предприятия последовательно используют сначала внутренние ресурсы, затем кредиты, и лишь при крайней необходимости прибегают к размещению акций. Такая последовательность объясняется тем, что выпуск акций может восприниматься рынком как сигнал о проблемах, что снижает их привлекательность. Данный подход находит подтверждение на примере поведения российских компаний в последние годы.

Среди прикладных исследований стоит отметить анализ структуры капитала ПАО «Газпром» в 2012–2014 годах, когда впервые проявилось влияние внешнеэкономических ограничений. Также заслуживает внимания работа С. В. Собяниной и Р. Г. Иванова, в которой зафиксирован общий тренд сокращения доли заёмных средств и усиления зависимости от внутренних источников [14].

Сопоставимый опыт демонстрирует исследование, посвящённое иранским компаниям в период жёстких санкций. Оно показало стремление предприятий к снижению долговой нагрузки, накоплению ликвидности и отказу от внешнего финансирования, что во многом перекликается с адаптационным поведением российских фирм после 2022 года [9].

Цель исследования

Целью настоящей работы является исследование трансформации структуры капитала крупных публичных российских компаний в период ограниченного доступа к международному финансированию, а также выявление факторов, повлиявших на изменение соотношения собственного и заемного капитала.

Объекты и методы исследования

Объектом исследования выступают публичные компании, представляющие ключевые отрасли российской экономики и обладающие доступной отчетностью. В качестве предмета анализа рассматриваются изменения в структуре капитала, включая источники финансирования и параметры стоимости капитала.

Методологическую основу исследования составляет ретроспективный и кейс-анализ финансовой отчетности, сопоставление агрегированных и индивидуальных значений коэффициентов, отражающих структуру капитала и финансовую устойчивость. В рамках работы произведён расчет и интерпретация показателей, отражающих долговую нагрузку, капиталоемкость, рентабельность и способность компаний обслуживать заемные средства. Исследование опирается на публичную финансовую отчетность компаний за период с 2020 по 2024 год, а также на сопоставление их стратегий адаптации к новой финансовой реальности.

Научная новизна исследования заключается в том, что впервые предпринята попытка количественно оценить структурный сдвиг в капитале российских компаний, вызванный внешнеэкономическими ограничениями. Практически все показатели были рассчитаны автором на основе первичной финансовой отчетности эмитентов, что позволило обеспечить достоверность и сопоставимость данных. В работе также предложен подход к типологизации корпоративных стратегий в условиях санкционного давления, основанный на эмпирическом сравнении поведения компаний из различных отраслей.

Результаты и их обсуждение

Структура капитала в традиционном понимании представляет собой соотношение собственного и заемного капитала, определяющее показатели финансовой устойчивости и стоимости капитала. Ключевыми параметрами структуры капитала являются: Debt/Equity – показатель, отражающий соотношение заемного и собственного капитала; Net Debt/EBITDA – коэффициент, характеризующий срок возможного погашения чистого долга при текущем уровне прибыли до вычета процентов, налоговых отчислений и амортизации; Equity Ratio – доля собственного капитала в общей структуре источников финансирования; Interest Coverage Ratio (отношение EBIT к процентным расходам) – показатель, отражающий степень покрытия процентных расходов прибылью.

Таблица 1

Факторы, влияющие на выбор структуры капитала компании

Тип фактора	Фактор	Пояснение
Внутренние	Размер и масштаб бизнеса	Крупные компании легче привлекают финансирование, включая госбанки
	Этап развития компании	Молодые фирмы чаще берут в долг, зрелые – используют собственные средства
	Рентабельность	Чем выше прибыль, тем меньше нужда в заемных средствах
	Ликвидность и залого	Залог помогает получить кредит на более выгодных условиях
	Дивидендная политика	Регулярные выплаты могут создать дополнительную потребность в заимствованиях
	Прозрачность управления	Открытые компании вызывают больше доверия у инвесторов
	Санкции и геополитика	Санкции затрудняют доступ к внешнему капиталу и повышают его цену
Внешние	Валютные риски	Компании уходят от валютных заимствований в пользу рублевых
	Уровень ставок	Рост ставок делает заёмные средства менее выгодными
	Развитость рынков	Слабый рынок ограничивает возможности привлечения капитала
	Роль государства	Госбанки стали основным источником финансирования для многих отраслей

Таблица 2

Финансовый анализ компаний 2021-2024 гг.

Год	Debt/Equity	Net Debt/EBITDA	EBITDA, млрд Р	WACC, %	CAPEX, млрд Р	OPM, %	Adjusted ROIC, %
2021	~1.4×	~3.16×	268.2	~8%	148.4	~5%	~7%
2022	~1.3×	2.58× (1.03×*)	305.5	~12–15%	157.2	~6%	~8%
2023	~1.1×	2.50× (0.89×*)	347.9	~17%	167.5	~5.5%	~10%
2024	~0.8×	2.22× (0.88×*)	403.7	~18%	~156	~6.4%	~9%

Примечание: *без учета МСФО 16.

WACC (средневзвешенная стоимость капитала) характеризует совокупную стоимость привлечения капитала и, как правило, используется компаниями в качестве ставки дисконтирования при оценке чистой приведённой стоимости инвестиционных проектов. Выбор стратегии финансирования зависит от комплекса внутренних и внешних факторов.

Теория структуры капитала может быть сведена к трём основным теоретическим моделям. Теорема Модильяни-Миллера предполагает, что структура капитала не влияет на рыночную стоимость компании в условиях совершенного рынка. Теория компромисса исходит из того, что оптимальная структура капитала отражает компромисс между налоговыми преимуществами заёмных средств и рисками банкротства. В контексте ограниченного доступа к капиталу особенно актуальной становится теория иерархии предпочтений. Согласно ей компании выстраивают порядок привлечения финансовых ресурсов, предпочитая внутренние источники финансирования, затем – заёмные, и только после – выпуск акционерного капитала.

Раскрытие ключевых теорий и факторов формирования структуры капитала обеспечивает концептуальную рамку для анализа особенностей формирования структуры капитала в развивающихся экономиках.

В сопоставлении с развитыми экономиками, компании в развивающихся странах имеют ограниченный доступ к источникам капитала, что оказывает значительное влияние на формирование их структуры капитала. Крупные международные кредиторы предъявляют повышенные требования к компаниям из развивающихся стран, что выражается в более высокой премии за риск. Вдобавок, фондовые рынки

большинства стран с формирующейся экономикой не обладают достаточной глубиной и ликвидностью для компаний и инвесторов. В условиях ограниченной ликвидности компании предпочитают использовать кредиты внутренних финансово-кредитных организаций, которые нередко обладают значительными долями в уставном капитале заемщиков и активно участвуют в управлении. В таких экономиках высока зависимость от поддержки государства и госбанков. Преимущественными получателями поддержки становятся устоявшиеся крупные предприятия. Поддержка слабо охватывает малые предприятия, что ограничивает их инвестиционную активность. Российская экономика демонстрирует аналогичные зависимости, особенно в части роли государства и ограниченного доступа к рыночным источникам капитала.

Экономика РФ находится в зоне повышенного риска при возникновении внешнеэкономических дисбалансов, поскольку именно они ограничивают доступ к международным источникам заимствований и усиливают нестабильность на фондовом рынке. Беспрецедентный объем санкций привел к росту стоимости кредитов на внутреннем рынке. Долговое финансирование с помощью еврооблигаций и займы в валюте у международных банков оказались существенно ограничены в результате санкционного давления и резкого ухудшения суверенных и корпоративных кредитных рейтингов. Доступ к международным рынкам акционерного капитала был существенно ограничен: процедуры листинга на международных площадках были приостановлены, в результате чего институциональные и частные инвесторы лишились правовой и операционной возможности осуществлять инвестиции в российские активы; также произошла переоценка инвестиционных стратегий иностранными инвесторами, проживавшими в Российской Федерации. С учётом рассмотренных факторов можно заключить, что внешнеполитические ограничения не только повышают стоимость привлечения капитала для российских компаний, но и вынуждают компании пересматривать стратегии финансирования.

В данной статье рассматриваются пять компаний, отобранных на основании доступности отчётности и отраслевой репрезентативности, наиболее наглядно демонстрирующих специфику трансформации структуры капитала. Это компании ВкусВилл (ритейл, FMCG), Яндекс (ИТ и цифровые сервисы), Лукойл (нефтегазовый сектор), СПБ Биржа (финансовый сектор) и X5 Retail Group (ритейл). Эмпирическая база построена на данных из следующих источников: базы данных Cbonds.ru, СПАРК-Интерфакс, а также публичные раскрытия на официальных сайтах эмитентов и материалы системы раскрытия информации Банка России [2], [15]. Ключевым источником выступает консолидированная финансовая отчётность компаний, подготовленная в соответствии с МСФО. Анализ осуществлялся на основе анализа динамики финансовых коэффициентов, отражающих структуру капитала (Debt/Equity, Net Debt/EBITDA и др.). В рамках исследования проведён межпериодный сравнительный анализ финансовых показателей компаний за 2020–2024 гг.; рассмотрены особенности трансформации структуры капитала на уровне отдельных компаний. Кейс-анализ охватывает трансформацию структуры акционерного капитала, изменения состава собственников, параметры долгового финансирования (включая замещающие облигации), а также динамику публичных размещений (IPO/SPO). Анализ ограничен степенью доступности корпоративной отчётности. В сети есть ограниченный объём данных по непубличным компаниям. В ряде случаев применялись экспертные оценки на основе косвенных признаков и рыночной информации.

Для российских компаний период 2021–2024 гг. стал этапом масштабной трансформации, сравнимой с восстановлением в посткризисный промежуток 1990-х–2000-х годов. Введение масштабных санкций против российских эмитентов, повышение ключевой ставки Центральным банком России до 20% в феврале 2022 г., ограничение доступа к международным источникам капитала и заморозка зарубежных активов существенно обострили риски, связанные с доступом к капиталу и финансовой устойчивостью компаний. На этом фоне наиболее показательным индикатором адаптации компаний к новым условиям выступает динамика структуры капитала. Анализ данного показателя позволяет выявить различия в стратегиях реагирования на внешние ограничения: рост зависимости от финансирования со стороны государственных банков, сохранение устойчивости за счёт внутреннего резервного потенциала, снижение долговой нагрузки вследствие благоприятной ценовой конъюнктуры и курсовых факторов, а также иные формы реагирования на изменившуюся макроэкономическую среду.

Анализ финансовой отчетности за 2021–2024 гг. компаний X5 Retail Group, СПБ Биржи, ЛУКОЙЛ, ВкусВилл и Яндекс выявил устойчивые изменения в структуре капитала. Коэффициент Debt/Equity в среднем по выборке снизился с 2,46 до 0,78, что отражает усиление финансовой устойчивости и снижение зависимости от заёмного капитала. Interest-coverage увеличился с 19 до 115, что свидетельствует о кратном росте способности обслуживать долг. Данная динамика обусловлена преимущественно свёртыванием валютных кредитных линий и замещением внешних источников заимствований внутренними долговыми инструментами, номинированными в рублях. Рост чистой прибыли таких компаний, как ЛУКОЙЛ

и X5 Retail Group в 2022 году, был обусловлен комплексом макроэкономических и отраслевых факторов. В случае ЛУКОЙЛа основную роль сыграли девальвация рубля, обеспечившая рост рублевой выручки, снижение капитальных затрат из-за заморозки международных проектов (например, в Иране), а также рост мировых цен на нефть — с \$64 в 2021 году до \$84 в 2022 году. Для X5 ключевыми драйверами стали выход с рынка иностранных конкурентов, дестабилизация внешней логистики, а также рост потребительского спроса в условиях панических закупок во втором квартале 2022 года. Дополнительным фактором стала возможность перекалывания роста издержек на конечного потребителя за счёт повышения цен. Кроме того, рост стоимости внешнего капитала на фоне возросшей премии за страновой риск способствовал повышению роли внутренних источников финансирования — в частности, операционного денежного потока. Увеличение собственного капитала обеспечивалось не только прибылью, но и корпоративными действиями: обратный выкуп акций ЛУКОЙЛа ($\approx$ \$3 млрд за 2022–2024 гг.).

Анализ показателей долговой устойчивости показывает, что зафиксировано улучшение параметров долговой устойчивости, включая сегмент розничной торговли. Рост потребительских цен обеспечил соответствующее увеличение выручки, что позволило компенсировать рост арендных расходов и процентных ставок. ЛУКОЙЛ генерирует значительный свободный денежный поток за счёт высокой прибыльности, который направляется на выплату дивидендов и обратный выкуп депозитарных расписок на LSE. Сильнейшее сокращение D/E наблюдается в сырьевом секторе (до 0,51), далее следуют ИТ (0,88) и ритейл/FMCG (1,06).

Отмечается увеличение величины собственного капитала компаний несмотря на ограниченное использование механизмов допэмиссии. Рост обеспечивается накоплением нераспределённой чистой прибыли.

Наблюдается существенный рост стоимости заёмного капитала, что обусловлено повышением ключевой процентной ставки Банка России [7], удорожанием валютных заимствований вследствие геополитических ограничений, рост рискованной премии, предъявляемой к российским заёмщикам. ЛУКОЙЛ и СПБ Биржа прекратили использование долгового финансирования. X5 и Яндекс привлекли финансирование от государственных кредитных организаций, но при этом реализуют стратегию постепенного сокращения заёмного капитала.

Наблюдается существенное усиление роли банков с государственным участием в структуре корпоративного кредитования. Прямое участие государства в капитале носит избирательный характер и ограничено стратегическими секторами. К концу 2024 г. доля заимствований от банков с государственным участием составила $\sim$ 55% в X5 и $\sim$ 48% в Яндексе, тогда как у ЛУКОЙЛа и СПБ Биржи она близка к нулю.

Стоимость долга в 2022–2024 гг. достигла уровней, сопоставимых с доходностью на вложенный капитал, что нивелировало стимулы к долговому финансированию. Значительная часть привлечённых средств аккумулируется в виде ликвидных активов вследствие благоприятной ценовой конъюнктуры на сырьевые товары в 2022 году. Освободившуюся после ухода европейских банков нишу в корпоративном кредитовании заняли российские банки с государственным участием. Реинвестирование прибыли стало ключевым источником роста акционерного капитала, заместив внешние механизмы финансирования.

С 2021 по 2024 гг. наблюдается трансформация структуры финансирования российских эмитентов: внешнее долговое финансирование и первые публичные размещения заменились внутренними источниками, преимущественно за счёт операционных денежных потоков и кредитов государственных банков. Debt/Equity за три года снизился более, чем в три раза, Net Debt/EBITDA — приблизился к уровню, близкому к единице, а доля госбанков в кредитовании выросла с низких однозначных значений до доминирующих. Эта структура снижает уязвимость компаний к санкциям на международное долговое финансирование, но усиливает зависимость от внутренней процентной политики и государственного капитала.

Анализ динамики структуры капитала российских компаний за период 2021–2024 гг. демонстрирует выраженные изменения, обусловленные как внешнеполитическими ограничениями, так и макроэкономическими шоками. Полученные эмпирические данные позволяют подтвердить гипотезу о доминирующем перераспределении долговой нагрузки в пользу внутренних источников финансирования, вытеснении иностранных участников из структуры капитала и общем росте стоимости как заёмного, так и собственного капитала.

Одним из центральных наблюдаемых процессов стало сокращение совокупного внешнего долга корпоративного сектора, что в абсолютном выражении составило \$173 млрд [1]. Доля внешнего долга в структуре обязательств компаний снизилась с 26,2% в конце 2021 года до менее 15% к 2023 году. Указанная тенденция сопровождалась ускоренным погашением обязательств перед нерезидентами, остановкой привлечения новых внешних заимствований и дедолларизацией долгового портфеля. Несмотря на зна-

чительное повышение ключевой ставки и, как следствие, удорожание рублевых заимствований, объём внутреннего корпоративного кредитования продолжил расти: совокупный портфель рублевых ссуд увеличился на 20% за рассматриваемый период [6]. Это позволяет утверждать, что гипотеза о росте роли внутренних источников заемного финансирования получила полное подтверждение.

Аналогичная трансформация наблюдалась и в структуре собственного капитала. Крупные публичные эмитенты реализовали масштабные программы выкупа акций у иностранных инвесторов и перераспределения владения в пользу российских фондов, институциональных и частных инвесторов, а также фондов из дружественных юрисдикций. Так, в случае ЛУКОЙЛа в 2022–2023 гг. осуществлялся выкуп глобальных депозитарных расписок (GDR) с Лондонской фондовой биржи. Компания Яндекс практически полностью сменила структуру владения: иностранный холдинг Yandex N.V. реализовал российские активы консорциуму отечественных инвесторов, что позволило избежать дальнейших рисков, связанных с иностранной юрисдикцией [5]. Данные процессы указывают на подтверждение гипотезы о вытеснении иностранных источников капитала и усилении роли внутреннего акционерного участия.

Значительное внимание в рамках анализа структуры капитала заслуживает рост стоимости заемного капитала. Усиление инфляционных процессов, повышение ключевой ставки и ухудшение внешней конъюнктуры привели к росту средневзвешенной процентной ставки по корпоративным кредитам с уровня около 9% до 16–17% в течение исследуемого периода. Это, в свою очередь, вызвало рост процентных расходов компаний, что отчетливо проявляется в отчетности крупнейших эмитентов. Например, у X5 Retail Group процентные расходы увеличились с 57,2 млрд рублей в 2021 году до 87,1 млрд рублей в 2024 году [4]. Одновременно наблюдается снижение коэффициента покрытия процентов (Interest Coverage Ratio, ICR) с 4,7х до 2,7х, что свидетельствует об уменьшении способности компаний обслуживать долг за счет операционной прибыли. Исключения составляют предприятия топливно-энергетического комплекса (ТЭК), обладающие высокой рентабельностью и значительными свободными денежными потоками, что позволяет им сохранять относительную устойчивость даже в условиях удорожания капитала.

Рост стоимости капитала отразился также и на параметрах WACC (средневзвешенной стоимости капитала), которые достигли значений порядка 15% [3]. Такое увеличение привело к снижению инвестиционной привлекательности значительной части проектов, особенно в капиталоемких отраслях, и вызвало пересмотр инвестиционных программ, акцент на снижении долговой нагрузки и приоритетное использование внутренних источников финансирования.

С позиций теоретических моделей структуры капитала наблюдаемые изменения можно проинтерпретировать через призму классических и прикладных концепций. Прежде всего, теория Модильяни–Миллера в её базовом виде — при отсутствии налогов, издержек финансового дистресса и асимметрии информации — предполагает нейтральность структуры капитала по отношению к стоимости фирмы. Однако в российской практике периода 2021–2024 гг. наблюдался отчетливый отказ от заемного финансирования, даже несмотря на сохраняющийся налоговый щит, что позволяет утверждать, что преимущества долгового капитала в условиях санкций оказались нивелированы. В условиях экономической нестабильности и волатильности процентных ставок компании стремились минимизировать долговую нагрузку, несмотря на потенциальные налоговые выгоды. Таким образом, гипотеза о подтверждении теоремы Модильяни–Миллера не находит эмпирического подтверждения в российских реалиях рассматриваемого периода.

Компромиссная теория структуры капитала, напротив, оказывается в большей степени релевантной применительно к анализируемому периоду. Согласно данной теории, компании формируют целевую структуру капитала как компромисс между выгодами использования заемного капитала (налоговый щит, дисциплинирующий эффект) и издержками финансового дистресса. В условиях резкого роста стоимости долга и повышенного кредитного риска компромисс сместился в сторону консервативных стратегий. Наиболее показательным примером является X5 Retail Group, которая в начале рассматриваемого периода имела высокое долговое плечо (Net Debt/EBITDA выше 3х), однако в условиях санкций и повышения процентных ставок реализовала последовательную стратегию снижения левереджа, консолидировала долговую нагрузку в рублевых инструментах и увеличила долю собственного капитала до 49% за счёт накопления нераспределенной прибыли.

Не менее наглядной представляется реализация модели иерархии предпочтений (pecking order theory). Данная теория предполагает, что компании в первую очередь используют внутренние источники финансирования (денежный поток), затем прибегают к заемному капиталу, и лишь в последнюю очередь к эмиссии новых акций. Поведение крупнейших российских эмитентов в 2022–2023 гг. в полной мере соответствует этой логике. Ни одна из компаний не осуществляла публичных размещений акций (SPO) в указанный период, несмотря на наличие инвестиционных программ. Явное предпочтение отда-

валось либо операционным денежным потокам, либо выпуску рублевых облигаций, что наблюдалось, в частности, в деятельности Яндексa и X5. Последний, например, в 2023 году разместил рублевые облигации, отказавшись от эмиссии акций, что позволило избежать разводнения капитала и сохранить контроль над акционерной структурой.

Особенности реакции компаний на внешние ограничения во многом определяются отраслевой спецификой. Компании топливно-энергетического комплекса, обладая высокой рентабельностью и существенным запасом ликвидности, сконцентрировались на сохранении внутреннего финансирования и минимизации долговой зависимости. Пример ЛУКОЙЛа демонстрирует максимально консервативную стратегию: отсутствие новых заимствований, быстрый выкуп евробондов, хранение средств в рублевой форме в пределах российской юрисдикции и акцент на дивидендных выплатах и выкупе акций. Противоположный, но не менее адаптивный подход проявился у Яндексa, компании с низкой капиталоемкостью и сильной зависимостью от иностранных рынков капитала. Преодоление внешнего шока в виде блокировки GDR и заморозки конвертируемых облигаций было достигнуто путем привлечения партнёрских инвесторов, мобилизации внутренней ликвидности и реструктуризации долгового портфеля.

Интересна реакция финансовых инфраструктурных институтов, таких как СПБ Биржа. Компания, несмотря на резкое снижение оборотов торгов, сохранила прибыльность и высокий уровень собственного капитала. Отказ от привлечения долгового финансирования, пересмотр бизнес-модели и ориентация на монетизацию собственных активов свидетельствуют о применении крайне консервативной модели управления капиталом в условиях высокой неопределённости.

Особого внимания заслуживает сектор розничной торговли, где влияние роста стоимости долга оказалось наиболее существенным. Высокая ключевая ставка, снижение потребительского спроса и необходимость перестройки логистических цепочек обусловили отказ от широкомасштабной экспансии, снижение капитальных затрат и реализацию стратегий снижения долговой нагрузки. Это отразилось в стратегиях X5 и ВкусВилл, где упор был сделан на самоокупаемость, внутреннее финансирование, а также минимизацию валютных рисков за счёт полного перевода долговых обязательств в рубли [8].

Выводы

Таким образом, результаты анализа демонстрируют, что в условиях санкционного давления и ограничения доступа к международным рынкам капитала российские компании реализовали стратегии адаптации, сочетающие элементы компромиссной теории и модели иерархии предпочтений, при этом модифицируя их с учетом институциональных и макроэкономических особенностей развивающейся экономики.

В период с 2021 по 2024 гг. российский корпоративный сектор претерпел глубокую трансформацию структуры капитала, вызванную внешними шоками, санкционными ограничениями и внутренними макроэкономическими изменениями. Ключевыми направлениями адаптации компаний стали дедолларизация долгов, снижение общей долговой нагрузки, рост удельного веса собственного капитала, а также переход к преимущественно внутренним источникам финансирования. Усиление роли государства как акционера, кредитора и регулятора сопровождалось усилением зависимости от политических приоритетов, что ограничило доступ к финансированию для малых и средних предприятий, но обеспечило устойчивость системообразующих компаний.

Рост стоимости капитала стал одним из важнейших факторов, повлиявших на изменение поведенческих паттернов российских эмитентов. Повышение процентных ставок, снижение доходности инвестиционных проектов и усиление инфляционных рисков обусловили отказ от внешних заимствований, сокращение инвестиционных программ и акцент на внутренние резервы. Отражением этих процессов стали стремительное погашение валютных обязательств, выкуп акций у нерезидентов, а также отказ от размещения новых акционерных выпусков.

Сравнительный анализ поведения компаний различных отраслей показал наличие общих трендов при сохранении отраслевой специфики. В то время как ТЭК опирался на сверхприбыль и устойчивую рентабельность, ритейл и IT-сектор демонстрировали гибкость в реструктуризации источников капитала, поддерживая инвестиционную активность за счет адаптации к новым условиям. Финансовые институты сохранили устойчивость за счёт изначально консервативной структуры капитала и поддержки со стороны регулятора.

Реализация стратегий, соответствующих теориям компромисса и иерархии предпочтений, дополнилась институциональными ограничениями и спецификой внутреннего рынка капитала. Возросшая роль банков, доминирование государственных финансовых институтов и ограничения по доступу к фондовому рынку усилили банк-центричную модель финансирования, характерную для российской экономики.

Таким образом, можно констатировать, что в новых условиях сложилась устойчивая парадигма самофинансирования и сниженной зависимости от заемного капитала. Несмотря на рост инфляции и формально дешевающий долг, компании продолжают придерживаться стратегии финансовой устойчивости. В перспективе структура капитала российских компаний, вероятно, сохранит консервативный характер, а устойчивость финансовой модели будет определяться развитием внутренних финансовых институтов и степенью государственного участия в экономике.

Литература

1. Bloomberg Terminal (по открытым фрагментам). Russian corporate debt and equity market updates, 2021–2024. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.bloomberg.com> (дата обращения: 13.05.2025).
2. Cbonds.ru. База данных по долговым инструментам и рыночным размещениям российских компаний, 2021–2024. [Электронный ресурс]. URL: <https://cbonds.ru> (дата обращения: 13.05.2025).
3. Deloitte CIS. Трансформация структуры капитала под санкционным давлением. — Практика российских эмитентов. 2023. [Электронный ресурс]. URL: <https://www2.deloitte.com> (дата обращения: 10.05.2025).
4. X5 Group N.V. Годовой отчёт по МСФО за 2021–2024 гг. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.x5.ru/ru/investors> (дата обращения: 01.06.2025).
5. Yandex N.V. Financial Statements and MD&A, IFRS Reports 2021–2024. [Электронный ресурс]. URL: <https://ir.yandex> (дата обращения: 03.06.2025).
6. Аналитический центр АКРА. Структура корпоративного долга в России: обзор тенденций, 2022–2024. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.acra-ratings.ru> (дата обращения: 08.06.2025).
7. Банк России. Статистика ключевой ставки и доходности корпоративных облигаций, 2020–2024. [Электронный ресурс]. URL: <https://cbr.ru/statistics> (дата обращения: 06.06.2025).
8. ВкусВилл. Финансовые показатели по РСБУ и аналитические обзоры СМИ (Forbes, Интерфакс, РБК) за 2021–2024 гг. [Электронный ресурс]. URL: <https://vkusvill.ru> (дата обращения: 05.06.2025).
9. Гасеминежад С., Джахан-Парвар М. Поведенческие реакции корпоративного сектора Ирана на санкции (2011–2016 гг.) // Asian Economic Policy Review. 2020. Vol. 15, No. 1. P. 112–130.
10. Краус А., Литценберг Р.Н. A State Preference Model of Optimal Financial Leverage // Journal of Finance. 1973. Vol. 28, No. 4. P. 911–922.
11. Майерс С.С. The Capital Structure Puzzle // Journal of Finance. 1984. Vol. 39, No. 3. P. 575–592.
12. Майерс С.С., Майлуф Х.С. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have // Journal of Financial Economics. 1984. Vol. 13, No. 2. P. 187–221.
13. Модильяни Ф., Миллер М.Н. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment // American Economic Review. 1958. Vol. 48, No. 3. P. 261–297.
14. Собянина С.В., Иванов Р.Г. Тенденции изменения структуры капитала российских компаний в 2022 году // Финансы и кредит. 2023. № 7. С. 34–49.
15. СПАРК-Интерфакс. База данных о финансовых показателях российских компаний, 2021–2024. [Электронный ресурс]. URL: <https://spark-interfax.ru> (дата обращения: 22.05.2025).