

Этюд 5. Модернизация финансовой системы: обеспечение инвестиционной достаточности

Предоставление экономике финансовых ресурсов необходимого объема и качества, эффективное осуществление скрининга инвестиционных рисков и отбора качественных инвестиционных проектов потребует от российского финансового сектора системного ответа на ряд проблем и вызовов:

- расширение объема внутренних источников финансирования основного и оборотного капитала до уровня, необходимого для удержания и укрепления глобальных конкурентных позиций российской экономики;

- преодоление дефицита «длинных денег» на внутреннем рынке, предполагающее соответствующее изменение срочной структуры предлагаемых на нём финансовых инструментов;

- выработка эффективных, адекватных специфике российской экономики, механизмов снижения информационной асимметрии между кредиторами (держателями обязательств) и заёмщиками (эмитентами обязательств), позволяющих поддерживать перспективные направления деятельности без накопления финансовой несбалансированности и надувания «пузырей».

Отсечение, в результате геополитического стресса, от финансовых рынков развитых стран создало определенный «провал» и в объеме, и в качестве привлекаемых отечественным реальным сектором финансовых ресурсов. Ответ на каждый из вышеперечисленных вызовов включает в себя решение задачи компенсации данного «провала».

Изменения в объеме и срочности привлекаемых реальным сектором финансовых ресурсов с 2022 г.

В период начавшейся в 2022 г. структурной трансформации российской экономики под влиянием масштабных изменений геополитического ландшафта и существенного санкционного давления структура российских рынков капитала претерпела значительные изменения (Таблица 1).

Во-первых, резко снизилась капитализация российского рынка акций на фоне массового выхода иностранных инвесторов, введения формальных и неформальных внутренних и внешних ограничений на движение капитала, затруднения трансграничных расчетов.

Всё это привело к кратному «проседанию» оценки стоимости российских активов. В результате, к началу 2026 г. капитализация российского рынка акций (по отношению к ВВП) составила чуть более половины от уровня на начало 2022 г.

Во-вторых, что касается долгового финансирования, то здесь снижение объемов участия иностранных кредиторов практически полностью было компенсировано ростом внутренних заимствований. С начала 2022 по начало 2026 г. соотношение внешнего долга российских нефинансовых компаний к ВВП снизилось на 10.4 п.п., тогда как аналогичное соотношение внутреннего долга выросло на 9.3 п.п.¹

¹ Схожая трансформация произошла и в части госдолга: его внешняя часть сократилась на 2.6 п.п. ВВП, а внутренняя – выросла на 2.2 п.п.

Таблица 1 – Основные сегменты российского финансового рынка в 2020-2025 гг. (в % к ВВП)

<i>в % к ВВП на конец года</i>	2020	2021	2022	2023	2024	2025	<i>Изменение 2025 к 2021</i>
Капитализация рынка акций	46.7	45.4	23.8	31.6	25.8	24.1	-21.3
Внутренний долг (корпоративный, государственный, домохозяйств, без учета банковской системы)	88.5	81.5	78.6	86.7	87.8	93.2	11.7
в т.ч.							
Внутренний долг, корпоративный	48.9	44.8	44.3	49.8	51.9	54.1	9.3
в т.ч.							
Банковские кредиты нефинансовым компаниям	33.9	31.8	31.7	35.3	36.6	37.5	5.8
Корпоративные облигации	15.1	13.0	12.6	14.5	15.3	16.6	3.5
Внутренний долг, государственный	17.6	15.5	14.5	14.7	14.4	17.7	2.2
Внутренний долг, домохозяйства	22.0	21.2	19.8	22.2	21.5	21.4	0.2
Внешний долг (корпоративный и государственный, без учета банковской системы)	26.3	20.6	13.0	11.5	9.8	7.6	-13.0
в т.ч.							
Внешний долг, корпоративный	21.8	17.1	11.0	9.8	8.8	6.8	-10.4
Внешний долг, государственный	4.5	3.5	2.1	1.7	1.0	0.9	-2.6
СУММАРНО, без учета банковской системы: Капитализация рынка акций + Внутренний долг + Внешний долг	161.5	147.6	115.5	129.8	123.3	125.0	-22.6
Капитализация рынка акций	46.7	45.4	23.8	31.6	25.8	24.1	-21.3
Корпоративный долг (внеш. и внутр)	70.7	61.9	55.3	59.6	60.7	60.9	-1.0
Государственный долг (внеш. и внутр)	22.1	19.0	16.6	16.4	15.4	18.6	-0.5
Долг домохозяйств	22.0	21.2	19.8	22.2	21.5	21.4	0.2
СУММАРНО, без учета банковской системы: Капитализация рынка акций + Корпоративный долг + Государственный долг + Долг домохозяйств	161.5	147.6	115.5	129.8	123.3	125.0	-22.6

Успешное замещение объемов внешнего долгового финансирования реального сектора внутренним ресурсно было обеспечено:

- процессом дедолларизации сбережений, что расширило ресурсную базу российских банков и уменьшило их вложения в иностранные активы;
- ростом интенсивности организованных рублевых сбережений под влиянием повышения реальных процентных ставок²;
- замедлением роста кредитования домохозяйств, что позволило банкам высвободить ресурсы для корпоративного кредитования.

Все три этих фактора к настоящему моменту в значительной мере исчерпали свой потенциал. Поэтому в перспективе возможности динамичного наращивания объемов долгового финансирования реального сектора экономики могут быть связаны только с более «тонкими» факторами: развитием рыночных институтов, обеспечивающих защиту прав кредиторов и заёмщиков, ростом разнообразия финансовых инструментов, позволяющего (в т.ч. с применением новых технологических решений) более эффективно снижать и страховать риски, уменьшать транзакционные издержки, более адресно предлагать финансовые услуги.

Важно отметить, что хотя по объемам долговых ресурсов между внешним и внутренним рынками произошёл относительно равноценный «размен», по срочности ресурсов этого не случилось. В процессе замещения более «длинного» внешнего долга изначально более «коротким» внутренним, сроки последнего, к сожалению, в целом не выросли (см. Врезка).

Динамика срочной структуры банковского кредитования нефинансовых предприятий. Средняя срочность корпоративных кредитов российских банков в настоящее время находится примерно на уровне 2019-2020 гг. В период кануна и начала геополитических потрясений (2021-2022 гг.) она снизилась, в 2023 г. восстановилась на прежнем уровне, но дальнейшего повышения и

² При этом для заемщиков дестимулирующее влияние возросших рыночных реальных процентных ставок в течение некоторого времени компенсировалось расширением субсидирования ставок по кредитам приоритетным сегментам экономики со стороны государства

компенсации «выпадения» долгосрочного внешнего кредитования не произошло (Рисунок 1). Восстановление срочности корпоративного кредитования после первоначального провала в значительной мере определялась резким отрывом ставок по краткосрочным кредитам от долгосрочных, сделавшим последние более привлекательными для заёмщиков.

Это обстоятельство указывает на потенциал стимулирования удлинения сроков кредитов путем управления регулятором формой кривой доходностей по финансовым инструментам.

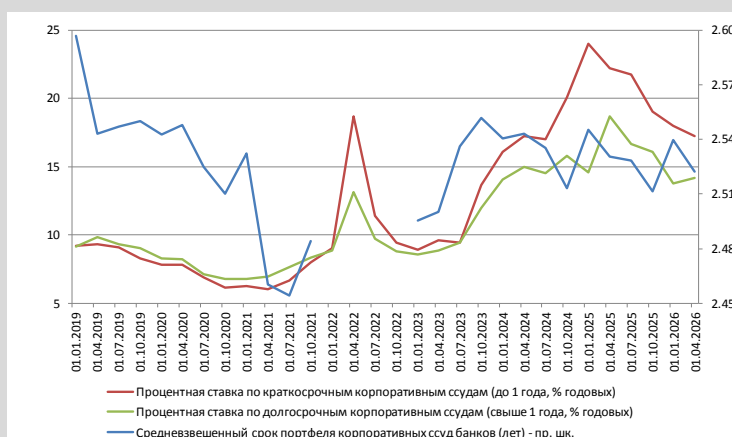


Рисунок 1 – Динамика средневзвешенного срока портфеля корпоративных кредитов банков и средних процентных ставок по ним

Произошедшее вследствие переоценки снижение капитализации акций компаний, с одной стороны, сдерживает текущие возможности их финансирования: ограничивает масштаб и уменьшает стимулы привлечения средств на рынке акций путем эмиссии, привлечения кредитов под залог акций. Пока эти ограничения не являются критическими – на российском рынке масштабы чистого привлечения средств компаниями путем эмиссии акций всегда были на порядок меньшими, чем путем привлечения кредитов и обращаемых долговых обязательств. Что касается предметов залога при кредитовании, то имеются альтернативы акциям в виде залога недвижимости, товарных ценностей и др.

С другой стороны, существенная недооценённость многих российских компаний формирует значительный долгосрочный потенциал для повышения их стоимости. При этом этот потенциал возникает в условиях, когда, благодаря длительному периоду высоких процентных ставок на депозитах (в т.ч. корпоративных) накоплен значительный объем свободных денежных средств, который при снижении ставок будет искать новых направлений вложений. Это, в свою очередь, создает предпосылки для появления новых крупных отечественных инвесторов, ориентированных на долгосрочную перспективу развития инвестируемых бизнесов.

Среди них потенциально могут выделиться те, кто благодаря своей экспертизе и репутации сможет играть роль «регулирующих» потоков инвестируемых капиталов для других³, снижая уровень информационной асимметрии на финансовых рынках.

Изменения в структуре привлечения реальным сектором финансовых ресурсов с 2022 г. (аспект финансовых инструментов и отраслевых рисков)

С одной стороны, произошедшая с 2022 г. перегруппировка структуры финансирования реального сектора создает возможности для большей финансовой поддержки быстро- и/или устойчиво растущих отраслей через рынок ценных бумаг.

С другой стороны, концентрация кредитов в ряде сталкивающихся с финансовыми дефицитами капиталоемких сырьевых и инфраструктурных отраслей может привести к формированию в этом сегменте «застойного» долга. В дальнейшем этот долг, если он хотя бы частично не будет конвертирован в участие в капиталах, может ограничивать инвестиционную активность и развитие данных отраслей.

³ Действия которых на рынке будут учитывать в качестве ориентира менее квалифицированные инвесторы.

С точки зрения подверженности в моменты макрострессов провалам в уровне рентабельности, выручки, скачкам неплатежей отрасли реального сектора в последние годы довольно чётко разбиваются на три группы (подробнее об этом – см. Приложение):

— Высокочувствительные к макрошокам отрасли, в которых вызванные макрофакторами колебания спроса, издержек и денежных потоков усугубляются дополнительными отраслевыми факторами, резонирующими с макрошоками (автомобилестроение, торговля автотранспортными средствами, лесопромышленный комплекс, добыча угля и др.);

— Низкочувствительные к макрошокам отрасли, ориентированные на динамичные и устойчивые сегменты потребительского рынка (пищевая промышленность, др.), растущий государственный и поддерживаемый государством спрос (электроника, электрооборудование, др.), динамичные сегменты спроса на инфраструктурные услуги (электроэнергетика, др.);

— Среднечувствительные, к которым относятся остальные отрасли, у которых волатильность рентабельности, выручки, ликвидности находится более или менее близко к «среднему по экономике».

Внутри группы среднечувствительных выделяются две подгруппы:

— среднечувствительные сырьевые и инфраструктурные;

— среднечувствительные прочие (кроме сырьевых и инфраструктурных).

Большинство отраслей первой подгруппы имеют несколько более высокую волатильность показателей деятельности, чем отрасли второй (см. Приложение).

Начиная с 2022 г. на рынке акций доля *низкочувствительных и среднечувствительных (кроме сырья и инфраструктуры)* к макрошокам отраслей увеличивалась, тогда на рынке долговых инструментов (кредиты, облигации) она сокращалась (рисунки 2-4).

Для *среднечувствительных сырьевых и инфраструктурных отраслей* наблюдалась обратная тенденция: их доля на рынке акций снижалась, а в накопленном долге (внешнем и внутреннем) – росла.

Доля *высокочувствительных* к макрошокам отраслей на рынке акций снижалась, а на рынке долговых инструментов – оставалась постоянной.

Таким образом можно сказать, что рынок долевого инструментария (акций) в целом избегал отраслей с неустойчивостью бизнеса и возникающими финансовыми разрывами.

При этом, разумно дистанцируясь от слабо контролируемых рисков, рынок акций чутко улавливал новые перспективные направления роста бизнесов. Это дает надежду на то, что, когда жесткость денежно-кредитной политики нормализуется и рынок акций перейдет к восстановлению, он сможет начать играть роль канала перетока капиталов от отраслей-традиционных лидеров к новым лидерам роста.

Рынок долговых инструментов (кредиты и облигации), наоборот, выступал в роли «поглотителя шоков», наиболее активно кредитую традиционных корпоративных лидеров и отрасли, в большей степени подверженные колебаниям финансового положения. Привлекаемые долговые ресурсы в таком случае зачастую использовались для покрытия финансовых разрывов компаний (см. Врезка).

Капитализация и долг отраслей и групп отраслей, выделяемых по уровню чувствительности к шокам.

С начала 2022 г. по середину 2026 г. суммарная капитализация компаний анализируемых отраслей реального сектора сократилась на 22% с 49 до 32 трлн. руб.

Почти всё снижение пришлось на среднечувствительные к макрошокам сырьевые и инфраструктурные отрасли: капитализация этой группы отраслей уменьшилась на 27% с 35.5 до 25.8 трлн. руб., а её доля в совокупной капитализации рассматриваемых отраслей - с 86.8% до 80.7%. Наиболее

сильный отрицательный вклад дали нефтегазовая отрасль (–5.9 трлн. руб.), металлургия (–3.6 трлн. руб.) и химическая промышленность (–1.0 трлн. руб.).

Капитализация высокочувствительных к макрошокам отраслей сократилась с 1.3 до 0.4 трлн. руб. (на 67%).

На противоположном полюсе - прочие среднечувствительные к макрошокам отрасли, рыночная капитализация которых выросла на 75% (!) - с 2.1 до 3.7 трлн. руб. Основную «прибавку» в этой группе обеспечила розничная торговля (прирост с 0.7 до 1.9 трлн. руб.⁴ - в основном за счет маркетплейсов). Но весьма быстро в этой группе росли капитализация фармацевтических компаний, производителей машин и оборудования, компаний, работающих в сфере желдормаш-, судо-, авиастроения, в складском бизнесе.

Номинальная стоимость акций компаний, относящихся к низкочувствительным отраслям, на фоне общего падения капитализации рынка акций в 2022-2026 гг. также проявила поразительную стойкость (показала небольшой прирост, +4%).

Интересно, что с 2022 г. в структуре российского рынка акций начал формироваться заметный высокотехнологичный промышленный сегмент⁵. Капитализация электронной и оптической промышленности выросла с 4.7 до 48.4 млрд руб., а капитализация отрасли производства электрооборудования, не представленной на рынке до 2022 г., достигла 2 млрд руб.

Следует отметить, что рост объемов капитализации отдельных отраслей отражает также и процесс появления новых публичных эмитентов: немалая часть изменений отраслевой капитализации объясняется выходом на проведение IPO, первичным листингом, редомициляцией на российский рынок и корпоративной реструктуризацией (см. Приложение).

Задолженность по кредитам и облигациям (включая внешние и

⁴ Значимую роль сыграла регистрация российского МКПАО и конвертация депозитарных расписок «Озона» в 2025 г.

⁵ Помимо высокотехнологичного промышленного сегмента наблюдался бурный рост на рынке доли сферы высокотехнологичных услуг, например в области информации и связи

внутренние) по анализируемым отраслям с начала 2022 г. по середину 2026 увеличилась с 59 до 100 трлн. руб. - на 41 трлн. руб., или на 70%.

Прирост совокупного (внешнего и внутреннего) долга среднечувствительных к макрошокам сырьевых и инфраструктурных отраслей был очень впечатляющим (причем это происходило на фоне интенсивного замещения в этих отраслях внешнего долга внутренним). Прирост составил за данный период 88% – увеличение с 23.6 до 44.6 трлн. руб. (+ 21 трлн. руб.). Крупнейшие «прибавки» внутри этой подгруппы отраслей дали химическая промышленность (+7.3 трлн. руб., или +236%, до 10.3 трлн. руб.), производство кокса и нефтепродуктов (+4.6 трлн. руб., или +44.1%, до 15.0 трлн. руб.), добыча нефти и газа (+4.4 трлн. руб., или +116%, до 8.3 трлн. руб., Рисунок 4).

Номинальный объем задолженности прочих среднечувствительных к макрошокам отраслей был ниже среднего по реальному сектору в целом. Прирост составил 55% (против 70% в целом), или 10.8 трлн. руб.

В низкочувствительном к макрошокам блоке отраслей увеличился долг на 57% (на 6.8 трлн. руб.), что также меньше среднего темпа по реальному сектору.

Долг высокочувствительного к макрошокам блока отраслей вырос на 66% (прирост на 2.5 трлн. руб.). При этом основной вклад здесь внесло расширение кредитования угледобывающей промышленности.

Хотя увеличение корпоративного кредитования шло довольно широким фронтом, наблюдалось заметное его смещение в сторону среднечувствительных к макрошокам сырьевых и инфраструктурных отраслей (Рисунок 5). Это сопровождалось существенным ростом долговой нагрузки на прибыль этих отраслей. Закономерно, что в последнее время в ряде отраслей этой группы (металлургия, нефтедобыча) активизировался процесс вынужденной реструктуризации ранее накопленного долга.

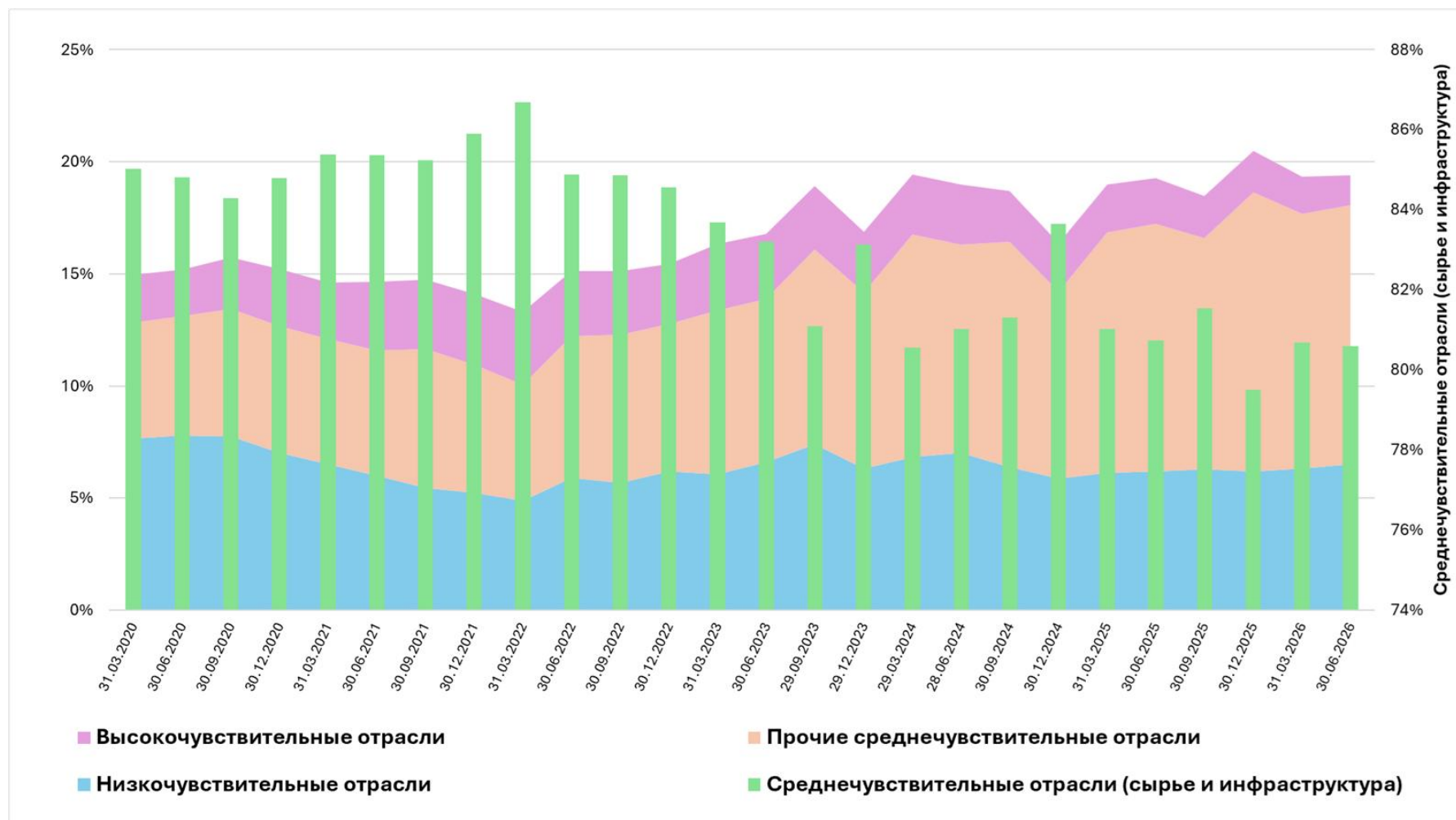


Рисунок 2 — Доли групп отраслей, выделяемых по уровню чувствительности к шокам, в совокупной капитализации акций реального сектора, %

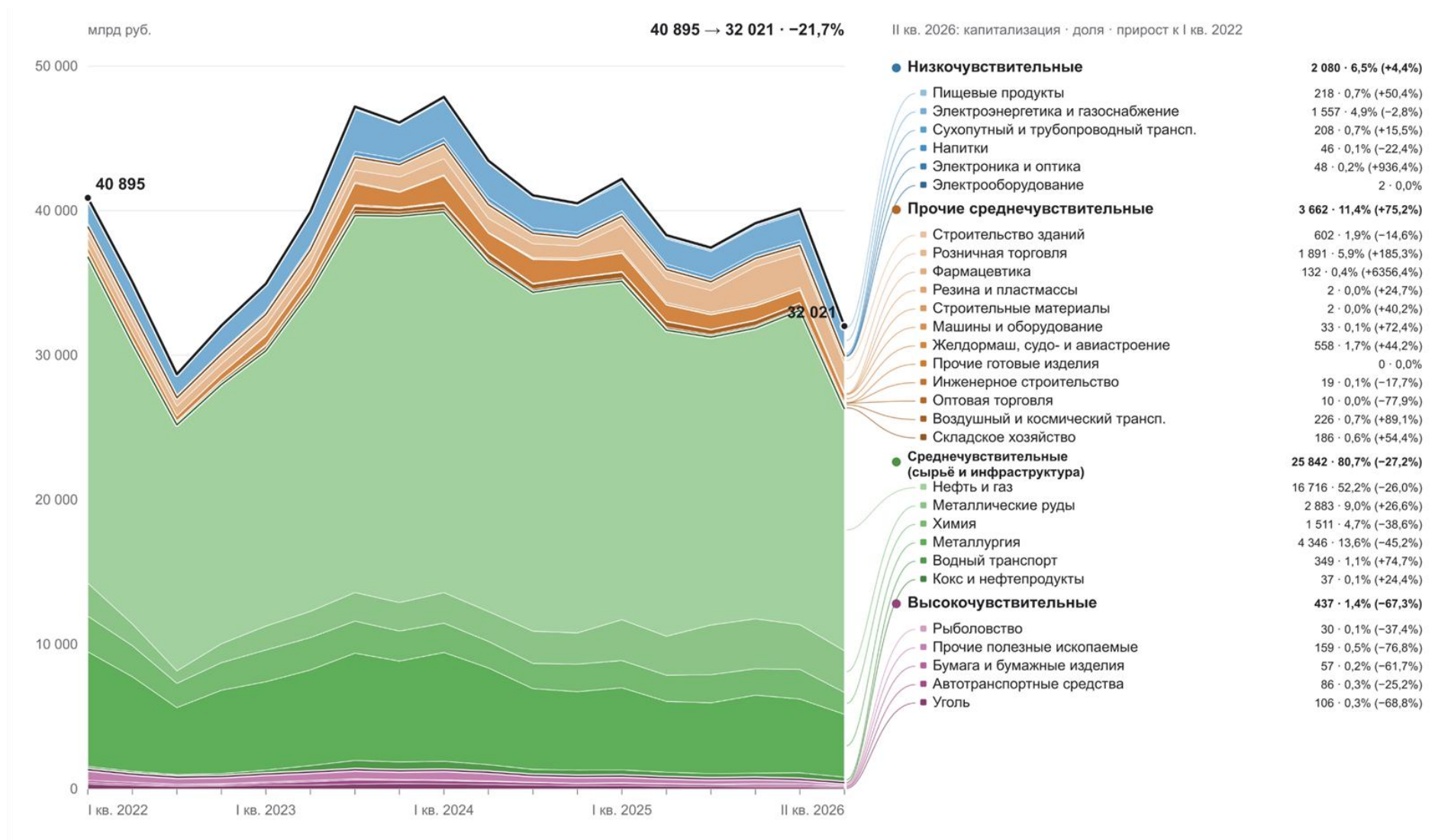


Рисунок 3 — Капитализация акций отраслей и групп отраслей, выделяемых по уровню чувствительности к шокам, млрд. руб.

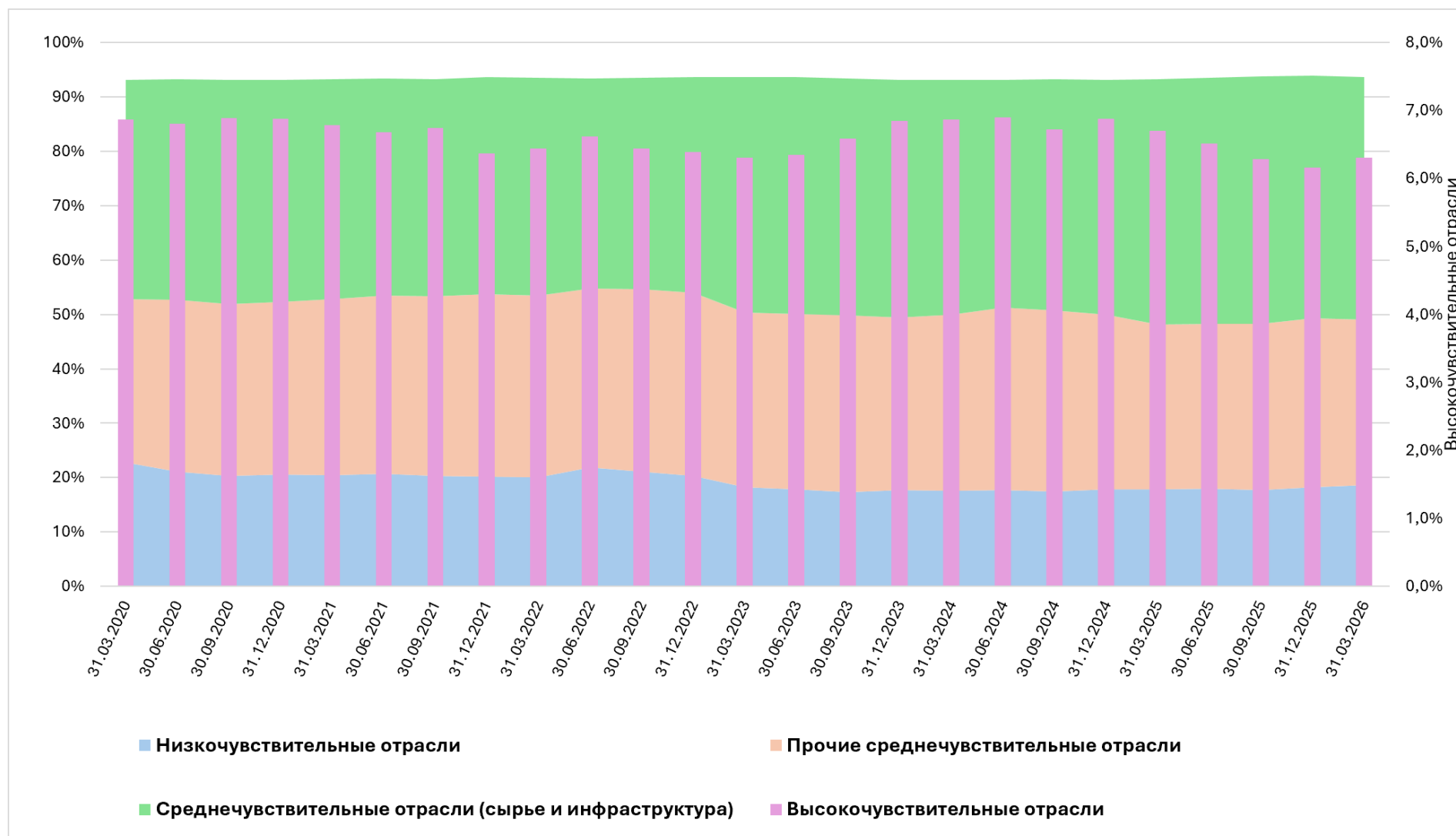


Рисунок 4 — Доли групп отраслей, выделяемых по уровню чувствительности к шокам, в совокупном долге (внешние и внутренние кредиты и облигации) реального сектора, %

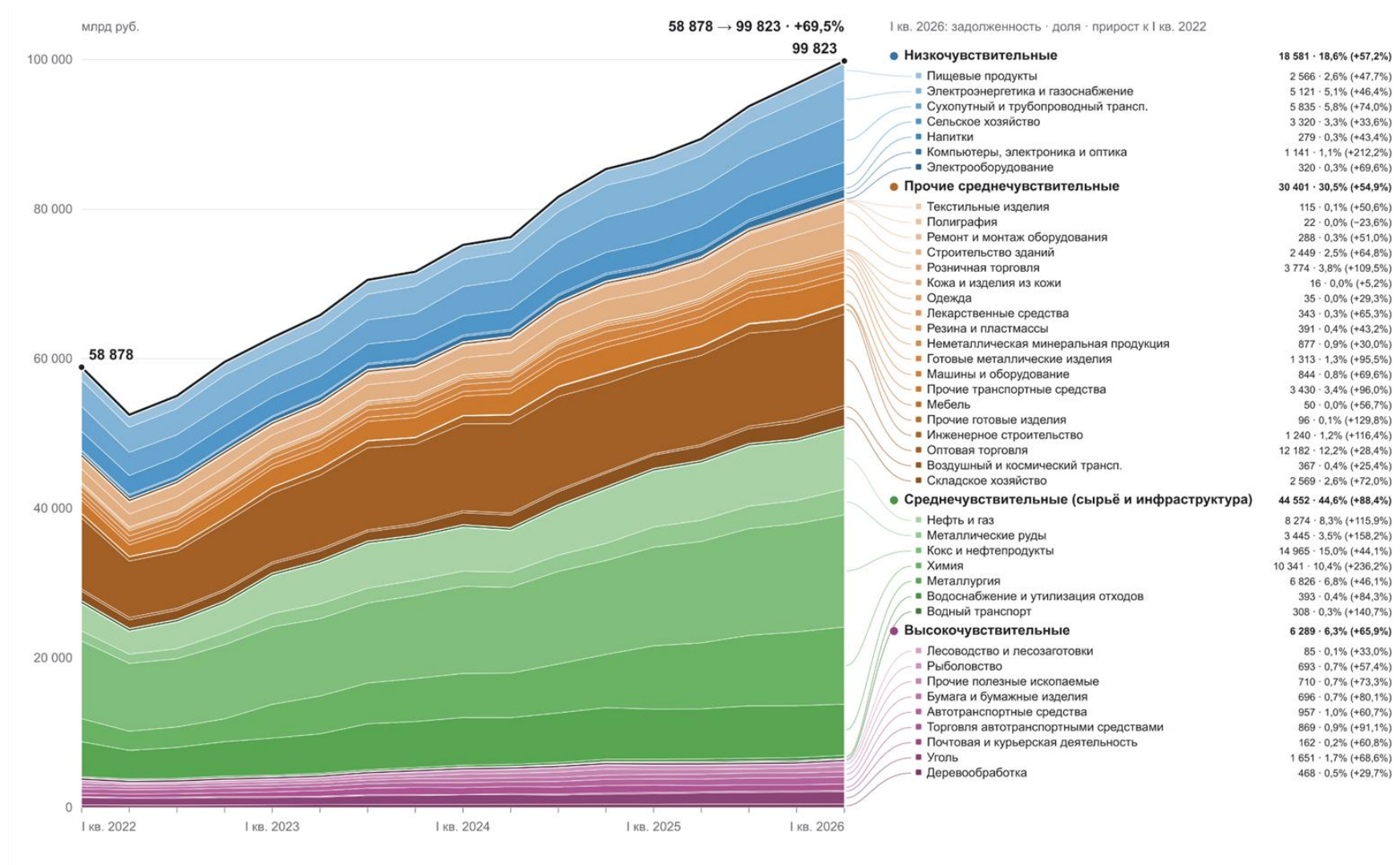


Рисунок 5 - Долг (внешние и внутренние кредиты и облигации) отраслей и групп отраслей, выделяемых по уровню чувствительности к шокам, млрд. руб.

Оценка потребности и возможности финансирования реального сектора экономики на внутреннем финансовом рынке в перспективе до 2030 г.

Значительная часть формирующихся в российской экономике сбережений хронически недоинвестируется. На протяжении последних лет среднее отставание валового накопления (инвестиций в основной капитал и запасы материальных оборотных средств) от валовых национальных сбережений составляет 4-5% ВВП (Рисунок 6).

Данный разрыв – неиспользуемый потенциал для наращивания внутренних инвестиций и, соответственно, финансирования технологической модернизации российской экономики. Потребность в валовом накоплении основного и оборотного капитала, обеспечивающем удержание и укрепление глобальных конкурентных позиций российской экономики, в перспективе оценивается в 28-29% ВВП⁶. Это на 4-5% ВВП выше фактического среднего уровня валового накопления последних десяти лет и – одновременно – соответствует фактически складывающемуся уровню валовых национальных сбережений.

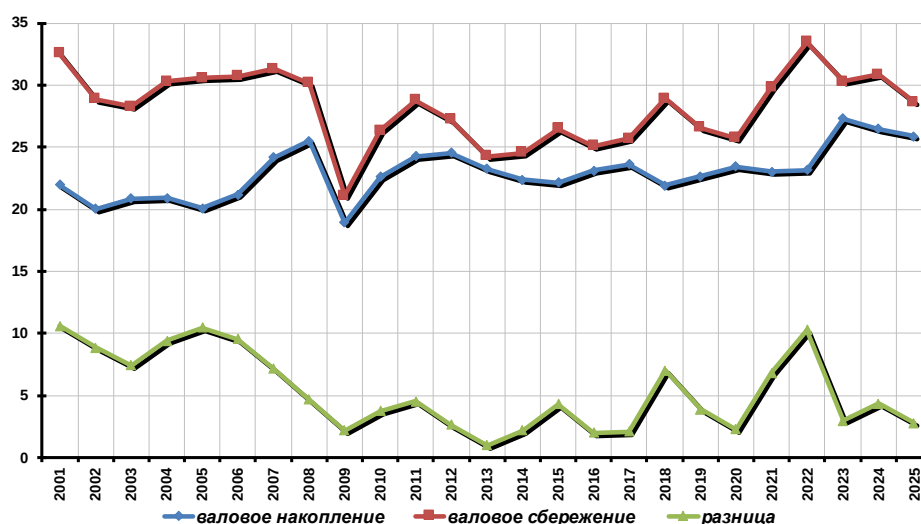


Рисунок 6 – Валовое накопление и валовое сбережение (в % к ВВП)

⁶ В 26-27% ВВП оценивается перспективная потребность в валовом накоплении основного капитала, в 2-2.5% ВВП – потребность в накоплении запасов материальных оборотных средств

Так как неинвестируемые внутри страны сбережения «автоматически» направляются на финансирование «остального мира», то преодоление этого разрыва, по существу, означает сокращение чистого оттока капитала за рубеж. Есть три пути такого сокращения:

1) увеличение доли сбережений резидентов, аккумулируемых и инвестируемых внутри страны национальным финансовым сектором (при соответствующем уменьшении размещения резидентами средств в зарубежных инструментах сбережения);

2) увеличение доли сбережений резидентов, непосредственно (т.е. без финансового посредничества) инвестируемых внутри страны – напрямую⁷ в основные или оборотные средства;

3) увеличение притока капитала нерезидентов из-за рубежа (в форме ссуд и займов, прямых и портфельных инвестиций, и т.д.) и направляемых на инвестирование внутри страны.

На основе разработанных ЦМАКП эконометрических моделей⁸ был построен прогноз динамики ключевых сегментов финансового сектора России в период до 2030 г.⁹ Прогнозирование позволило установить, что:

— банковское кредитование останется наиболее значимым каналом финансирования реального сектора. Его расширение будет опираться на продолжение роста остатков средств на счетах и депозитах в российских банках. Правда, динамика этого кредитования, вероятно, несколько замедлится по сравнению с динамикой последних лет. Отчасти это произойдет вследствие ранее быстро накопленного (в условиях высоких

⁷ Либо направляемых на финансирование связанных лиц-резидентов, а затем инвестируемых этими связанными лицами внутри страны в основные или оборотные средства. В отечественной экономике это достаточно значимый канал перераспределения средств. Так, судя по данным финансового счета системы национальных счетов Российской Федерации, в настоящее время примерно 50% полученных нефинансовыми компаниями кредитов и займов привлечено в рамках межфирменного кредитования от других нефинансовых компаний, примерно 70% акций и иных форм участия в капитале нефинансовых компаний принадлежит другим нефинансовым компаниям.

⁸ Панкова В.А., Солнцев О.Г. «Оценка потенциала финансирования реального сектора экономики на внутреннем рынке в перспективе до 2030 г.». Доклад на научном семинаре секции управления экономикой ЦДУ, апрель 2026 г. http://www.forecast.ru/_ARCHIVE/Presentations/VPankova/CDU090426.pdf

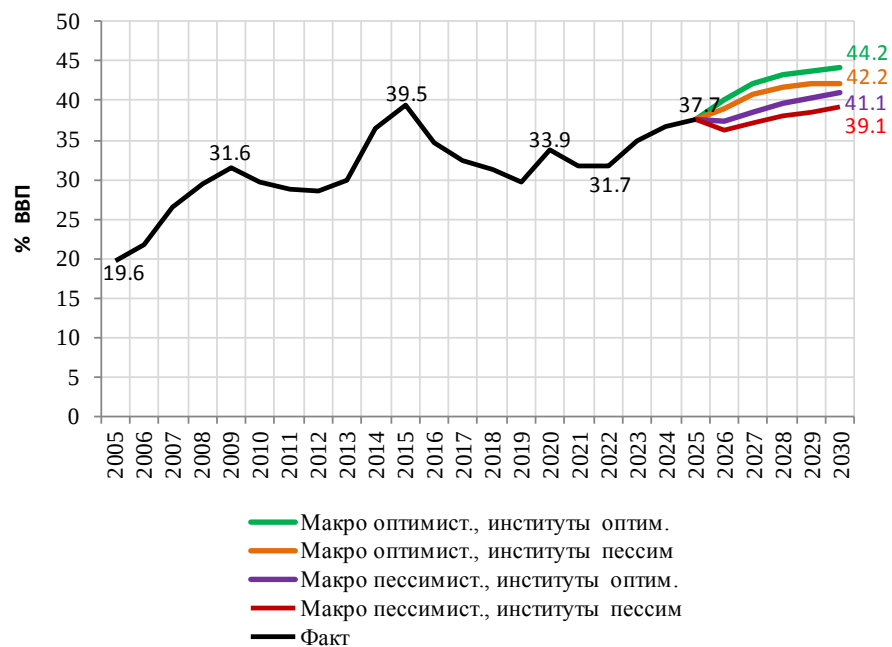
⁹ Прогноз был построен для сценариев, различающихся макроэкономическими и институциональными условиями функционирования отечественного финансового сектора – соответственно с наиболее благоприятными и с наиболее неблагоприятными, из обладающих значимой вероятностью, трендами развития.

реальных процентных ставок) бремени обслуживания долга, отчасти – из-за некоторого переключения ресурсов банков на кредитование населения (Рисунок 7);

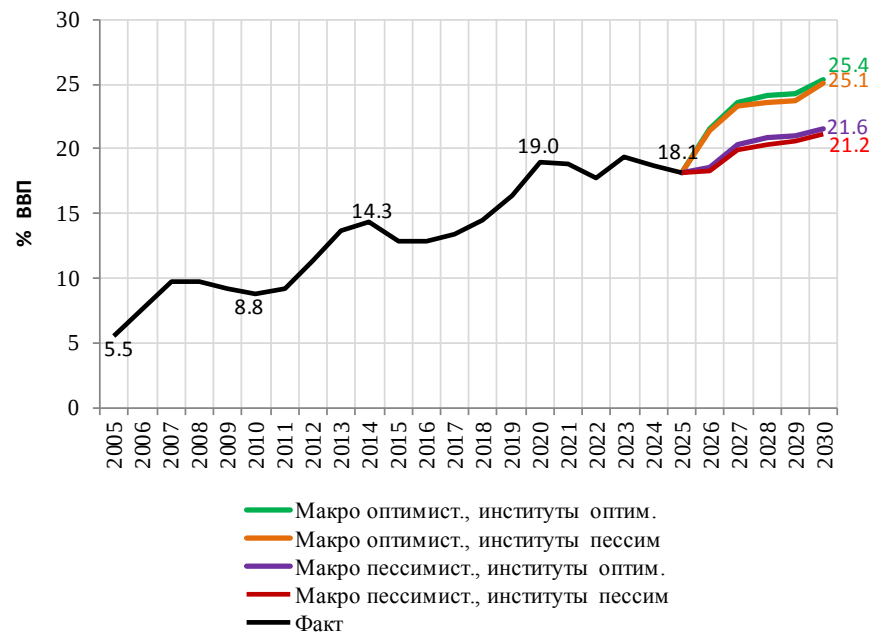
— капитализация рынка акций постепенно начнёт восстанавливаться, чему будет способствовать ожидающаяся нормализация жесткости процентной политики ЦБ РФ. Тем не менее, учитывая сложные стартовые условия, к 2030 г. вряд ли удастся выйти на относительные уровни капитализации, соответствующие показателям накануне 2022 г. (Рисунок 8);

— роль институциональных инвесторов (пенсионных фондов, инвестиционных фондов, страховых компаний и др.), ориентированных на долгосрочные вложения, в отечественном финансовом секторе будет повышаться. Но тем не менее, из-за очень скромных стартовых позиций и к 2030 г. она будет оставаться всё ещё весьма незначительной (Рисунок 9). Это обусловит сохранение на внутреннем рынке ценных бумаг нехватки долгосрочного консервативного спроса, и, соответственно, высокую подверженность участников этого рынка спекулятивному поведению;

— благоприятность экономической конъюнктуры (в частности, динамика экономического роста, скорость снижения инфляции и уровня процентных ставок), а также прогресс в развитии рыночных институтов будут оказывать значимое стимулирующее влияние на увеличение масштабов предложения различных финансовых инструментов (вклад - порядка 5 дополнительных проц.п ВВП прироста объемов кредитного рынка и 4 проц.п. ВВП капитализации рынка акций за пятилетку).



Банковские кредиты нефинансовым компаниям
(в % к ВВП)

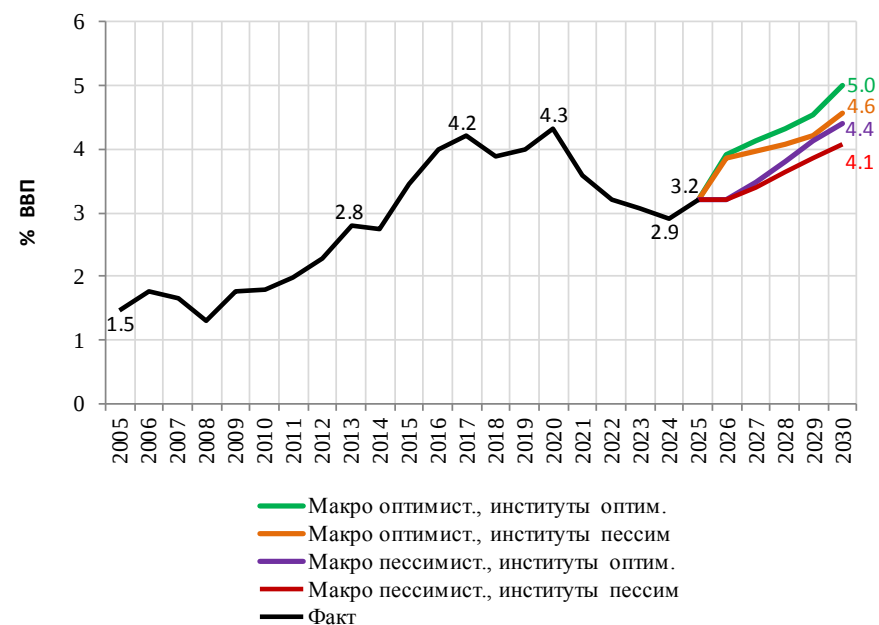


Банковские кредиты домохозяйствам
(в % к ВВП)

Рисунок 7 – Прогнозная динамика кредитного сегмента финансового сектора России

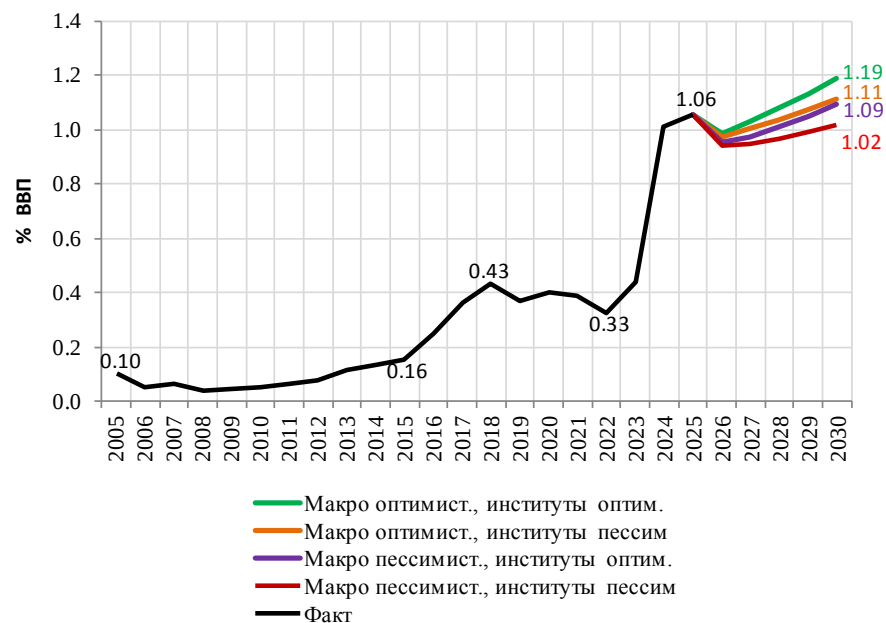


Капитализация рынка акций
(в % к ВВП)

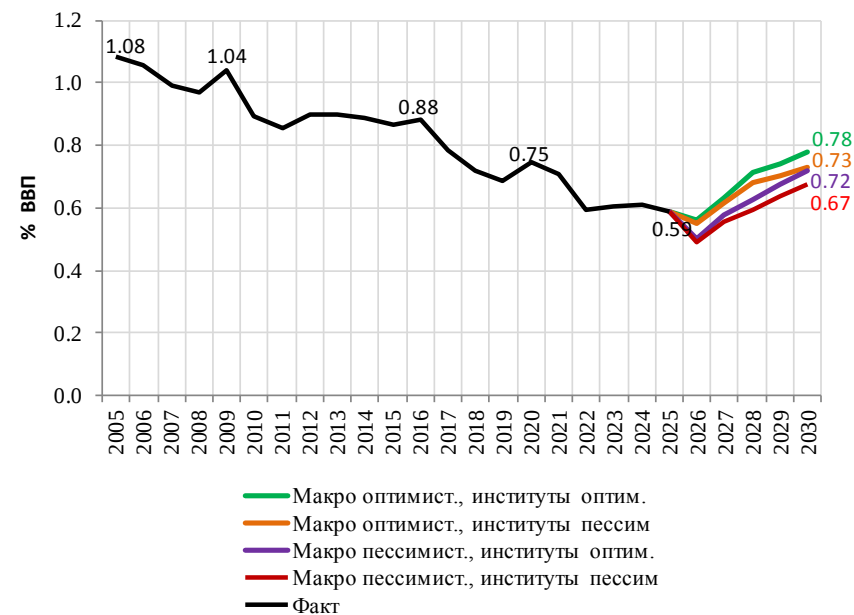


Активы негосударственных пенсионных фондов
(в % к ВВП)

Рисунок 8 – Прогнозная динамика инвестиционно-фондового сегмента финансового сектора России



Страховые премии в сегменте
«страхование жизни» (в % к ВВП)



Страховые премии в сегменте
«кроме страхования жизни» (в % к ВВП)

Рисунок 9 – Прогнозная динамика страхового сегмента финансового рынка России

В соответствии с данными прогноза даже в наилучшем сценарии интенсивность чистого привлечения реальным сектором средств при помощи основных финансовых инструментов внутреннего рынка (кредиты, акции) в среднесрочной перспективе не увеличится (останется на уровне порядка 5% ВВП в среднем за год - Таблица 2).

Таблица 2 – Чистое привлечение средств реальным сектором (прирост за период остатков финансовых инструментов за вычетом фактора переоценки), в среднем за год, в % к ВВП.

переселенки), в среднем за год, в % к ВВП.		
Сценарий	2021-2025 гг., факт	2026-2030 гг., прогноз
Банковские кредиты		
Макро оптимист., институты оптим.	5.0	4.5
Макро оптимист., институты пессим.		4.0
Макро пессимист., институты оптим.		3.2
Макро пессимист., институты пессим.		2.8
Акции		
Макро оптимист., институты оптим.	0.4	0.4
Макро оптимист., институты пессим.		0.2
Макро пессимист., институты оптим.		0.3
Макро пессимист., институты пессим.		0.2
ВСЕГО (кредиты + акции)		
Макро оптимист., институты оптим.	5.4	4.8
Макро оптимист., институты пессим.		4.2
Макро пессимист., институты оптим.		3.5
Макро пессимист., институты пессим.		3.0

И даже для того, чтобы чистое привлечение средств реальным сектором в следующем пятилетии не уменьшилось по сравнению со предыдущим, экономическая конъюнктура должна быть достаточно позитивной, нормализация процентной политики ЦБ РФ относительно быстрой, потребуются максимально полное внедрение институциональных изменений, предусмотренных действующими стратегическими документами по развитию рынков финансовых услуг («Стратегией развития финансового

рынка Российской Федерации до 2030 г.», «Основными направлениями развития финансового рынка Российской Федерации на 2026-2028 гг.», «Национальной моделью целевых условий ведения бизнеса до 2030 г.», и др.), в части:

- развития и адаптации систем защиты прав потребителей финансовых услуг и инвесторов;
- повышения эффективности процедур банкротства и разрешения хозяйственных споров, регистрации сделок и регулирования бизнеса, обеспечения справедливой конкуренции на финансовых рынках;
- расширения линейки специальных долгосрочных инструментов сбережений и инвестиций (ИИС типа III, ПДС, ДСЖ);
- повышения требований к качеству страховых продуктов и развитию перестрахования.

Однако для того, чтобы не только сохранить, но и нарастить объем привлечения средств реальным сектором до уровня, позволяющего компенсировать «выпавшие» объемы привлечения средств за рубежом (0.5-1 % ВВП в годы перед СВО) потребуется дополнить подход к развитию внутренних рынков финансовых услуг – по сравнению с предусмотренным действующими стратегическими документами. Речь идет о форсированном закрытии «узких мест» в структуре отечественного финансового сектора путем целенаправленного «выращивания» (с применением стимулирующих мер) недостающих инструментов и рыночных субъектов.

Реализация этого подхода позволит компенсировать «выпадение» зарубежных ресурсов не только по объемам, но и (хотя бы частично) – по качеству.

Среднесрочная задача: достраивание структуры отечественного финансового сектора для эффективного выполнения функций скрининга рисков и трансформации ресурсов по срокам

Может быть рекомендовано применение развивающего рефинансирования и регулирования для ускоренного становления рынков финансовых инструментов, обеспечивающих трансформацию и адаптацию экономики к геополитическому стрессу.

В настоящее время в России уже реализована (хотя и в небольших масштабах) практика развивающего регулирования для проектов структурной перестройки и адаптации экономики (соответствующих определенной «таксономии»¹⁰). Она включает в себя сниженные коэффициенты риска при банковском регулировании, а также гарантийную поддержку от ВЭБ.РФ и бюджета. Она может быть дополнена практикой облегчения доступа банков к специальным инструментам рефинансирования со стороны ЦБ РФ требований по таким проектам. Рефинансирование от ЦБ РФ под данные проекты может предоставляться и опосредованно – через рефинансирование обязательств института развития (например, ВЭБ.РФ), который, в свою очередь, осуществляет рефинансирование требований по проектам.

Однако данный подход может применяться для «расшивки узких мест» не только в технологической структуре экономики, но и в структуре отечественного финансового сектора, препятствующие развитию экономики¹¹. Он может быть применен по следующим направлениям.

1) Форсированное развитие рынков, обеспечивающих «переупаковку» рисков и капиталов по срокам и масштабам (синдицированное кредитование, проектное финансирование, секьюритизация коммерческих активов,

¹⁰ Постановление Правительства РФ от 15.04.2023 N 603 (ред. от 06.11.2024)

¹¹ Также, в качестве дополнительного стимулирующего шага может быть рекомендовано управление Банком России кривой доходностей безрискового актива для повышения стимулов к долгосрочным инвестициям (путем проведения прямых операций ЦБ на вторичном рынке гособлигаций, например связанных с покупкой долгосрочных облигаций и продажей относительно краткосрочных – аналогично операции «Twist» ФРС США).

долгосрочные процентные и валютные производные финансовые инструменты) с опорой на формирование маркет-мейкеров из числа системно-значимых кредитных организаций (СЗКО).

Для этого целесообразно разработать механизмы стимулирующего регулирования, а также рефинансирования маркет-мейкеров со стороны ЦБ РФ (или института развития) под залог финансовых инструментов развиваемых ими рынков в целях предоставления дополнительной ликвидности в ситуации стрессов.

2) В целях преодоления нехватки на рынке долевых инструментов (акции, права участия) компетентных стратегических игроков, способных благодаря своей экспертизе и репутации играть роль эффективных «диспетчеров» потоков инвестируемых капиталов – формирование института системообразующих фондов прямых инвестиций (СЗФПИ)¹².

Для этого потребуются изменения в порядке лицензирования, регулирования и надзора за организациями финансового сектора. Эти фонды, в частности, могут быть операторами и маркет-мейкерами на рынках акций компаний, реализующих проекты структурной перестройки и адаптации экономики (соответствующих «таксономии»). Они могут выступать в качестве партнеров и со-инвесторов маркет-мейкеров из числа СЗКО. при организации синдицированного кредитования, проектного финансирования, секьюритизации корпоративных активов и др.

3) Содействие платформизации корпоративных финансов, снижающей издержки бизнеса, создающей новые «ниши» для адресного предложения финансовых услуг, уменьшающей информационную асимметрию в отношении потенциальных корпоративных клиентов и реципиентов инвестиций, уменьшающей транзакционные издержки финансирования и ведения хозяйственной деятельности (см. Врезку).

¹² Эти фонды могут принадлежать крупным корпоративным собственникам, имеющим успешный опыт развития бизнесов из разных сфер, обладающим значительными свободными капиталами и стремящимися диверсифицировать свои вложения. Они также могут быть сформированы при крупнейших банках, вошедших в капиталы крупных и перспективных бизнесов в процессе урегулирования их долгов.

«Платформизация» российской экономики и развитие финансового сектора. Платформенные модели и экосистемы часто реализуют решение по принципу одного окна, позволяя делать все операции в едином мобильном приложении. Накопление большого количества данных позволяет экосистеме сформировать «портрет клиента» и обеспечить бесшовность получения услуг, а также повысить точность адресных предложений различных продуктов, их кастомизацию под потребности конкретного человека.

В процессе перехода к платформенной экономике финансовые организации внедряют маркетплейсы, цифровые финансовые активы (ЦФА) и открытые программные интерфейсы (Открытые API). Это позволяет получить следующие преимущества:

- снижение транзакционных издержек и сокращение сроков осуществления финансовых сделок;

- возможность осуществления контроля за состоянием объектов и субъектов экономической деятельности (проверка наличия цифровых «товаров» на «складе», идентификация прав на цифровые активы у участников сделок, запись «маршрута следования» в виде информации внутри токенизированных активов и т.д.)

- децентрализация и дезинтеграция финансовых сделок (сокращение роли финансовых посредников, расширение доступности цифровых активов, рост финансовой глубины).

Однако, наряду с появлением преимуществ осуществления финансовых сделок внутри платформенных экосистем, возникают нестандартные виды рисков, среди которых можно выделить:

- технологические: сложность интеграции (разрозненные системы участников рынка сложно связать в единую платформу из-за отсутствия единых стандартов обмена данными), риски облачных вычислений (обмен данными через API и хранение огромных массивов клиентских данных (Big Data) несет высокие риски кибератак и утечек);

— юрисдикционные (правовые): неопределенность в контексте чётких определений и правил для функционирования цифровых платформ, несогласованность разных видов законодательных норм;

— монополизационные: захват крупными финансовыми платформами смежных рынков (торговля, транспорт, услуги).

Платформизация может преодолеть информационную асимметрию при условии, что она замещает индивидуальную проверку контрагента инфраструктурной проверяемостью, а спор о факте исполнения – цифровым следом. Вместо того, чтобы каждый покупатель заново проверял поставщика, платформа собирает и стандартизирует профиль участника, историю операций, логистику, качество исполнения. Это уже практикуют крупные B2B и логистические платформы. SAP Business Network, Coupa, Tradeshift обслуживают корпоративные закупки, электронные счета, подключение поставщиков и комплаенс, превращая документооборот в проверяемый контур. Uber Freight, Flexport и Freightos работают в логистике, раскрывая ставки, доступную емкость, сроки, таможенное оформление, страхование и API. В результате снижаются не просто операционные издержки, а издержки установления доверия, так как становится меньше ручной проверки, повторного сбора документов, при этом легче сравнивать контрагентов и доказывать факт исполнения.

В сегменте финансов тот же механизм переносится с качества контрагента на качество информации о заемщике и клиенте (при условии соблюдения коммерческой тайны). Кредитная анкета сообщает кредитору декларацию доходов, а транзакционные данные показывают регулярность поступлений, обязательные платежи, долговую нагрузку и т.д. В качестве зарубежного примера таких систем можно упомянуть регулируемую инфраструктуру передачи финансовых данных Account Aggregator (Индия), позволяющую банку или иной финансовой организации получать стандартизированные данные в заданном периметре.

Взаимодополняющее развитие данных направлений позволит сформировать новую архитектуру отечественного финансового сектора, позволяющую ему эффективно выполнять функции скрининга рисков и трансформации ресурсов по срокам и размерам капитала (Рисунок 10)

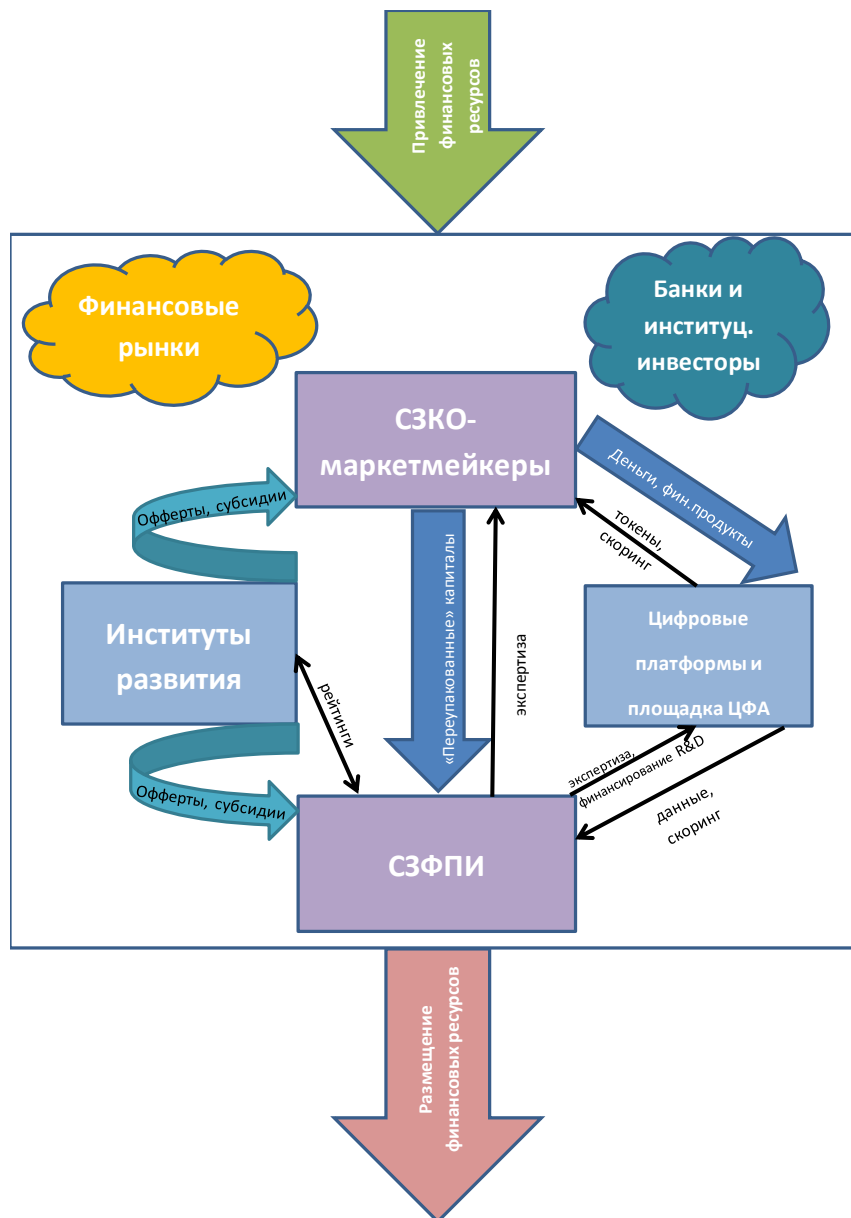


Рисунок 10 – Перспективная архитектура национального финансового сектора

Долгосрочная задача: мобилизация дополнительного объема ресурсов путем снижения чистого оттока капитала из реального сектора

Реализация рассмотренных возможных среднесрочных мер по достраиванию структуры отечественного финансового сектора в лучшем случае позволит компенсировать выпавшие в результате начавшейся геополитической трансформации объемы привлечения компаниями средств за рубежом (0.5-1 % ВВП). Но этого недостаточно для расширения источников финансирования инвестиций до уровня, необходимого для удержания и укрепления глобальных конкурентных позиций российской экономики. Для этого потребуются дополнительные инвестиционные ресурсы в объеме 3-4.5% ВВП.

Перспективность пути сокращения разрыва между валовыми сбережениями и валовыми инвестициями в виде активного наращивания притока капитала нерезидентов из-за рубежа (3-й путь, см. стр.16) также вызывает сомнения. Во-первых, в случае сохранения ситуации высоких геополитических рисков вряд ли следует рассчитывать на значимый и устойчивый приток капиталов. Во-вторых, если даже удастся добиться притока за счет роста обязательств перед странами-стратегическими партнерами, это приведет в перспективе к нарастанию отрицательного сальдо счета инвестиционных доходов платежного баланса России. Последнее может привести к возникновению эффекта «долговой пирамиды» во взаимодействии с этими отдельными стратегическими партнерами, чреватому постепенным переходом под их контроль стратегических активов.

Существенно более перспективным представляется другой путь расширения источников финансирования инвестиций до необходимого уровня. Речь идет об увеличении доли сбережений резидентов, непосредственно (т.е. без внутреннего финансового посредничества и без «прогона» через оффшоры) инвестируемых внутри страны (см. стр.16). Это может принимать форму расширения самофинансирования бизнеса или взаимного инвестирования связанных компаний одной группы

(перераспределение от компаний, имеющих избыток свободных средств, к компаниям, имеющим финансовые разрывы при реализации инвестиционных проектов)¹³.

Следует отметить, что на фоне других стран с развивающимися рынками Россия имеет достаточно высокий показатель чистого оттока капитала из нефинансового сектора. Так, в 2014-2024 гг. он составил 3% ВВП, что заметно выше показателей большинства стран с близким уровнем дохода (Рисунок 11). Интересно, что в группе стран с устойчивым чистым оттоком капитала из реального сектора средние темпы экономического роста, в целом, ниже¹⁴.

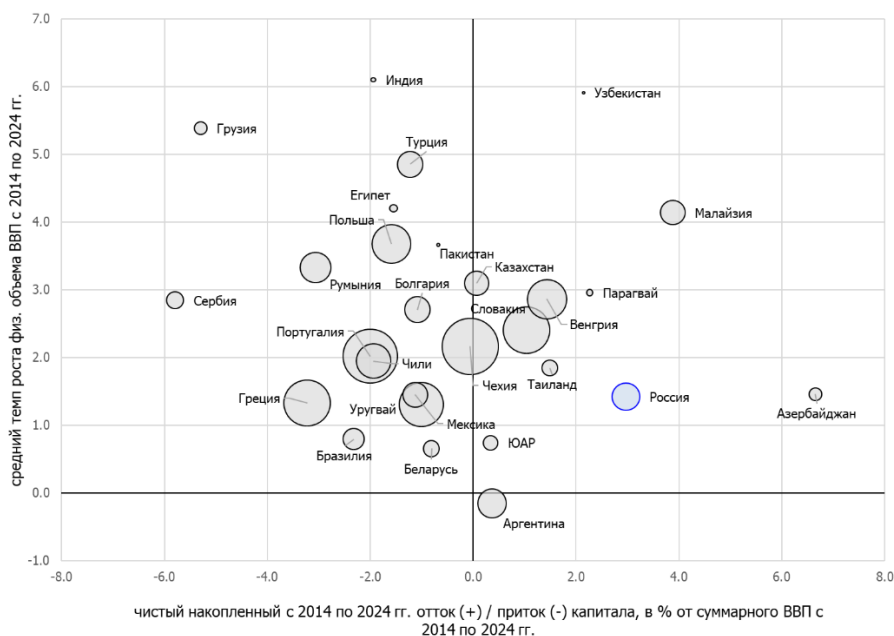


Рисунок 11 – Чистый отток капитала из нефинансового сектора («+» – чистый приток, «-» – чистый отток, % к ВВП) и темпы экономического роста по странам мира в 2014-2024 гг.¹⁵

¹³ Такая практика уже достаточно распространена в отечественном бизнесе, и может быть масштабирована – см. сноску на стр.16.

¹⁴ Связь между чистым оттоком капитала из реального сектора и экономическим ростом может иметь и прямую, и обратную направленность. С одной стороны, хронический чистый отток капитала ограничивает инвестиции, и, соответственно, сдерживает потенциал роста производства. С другой стороны, более медленный рост экономики сдерживает потенциал внутреннего спроса, что может стимулировать национальный бизнес более активно выводить капиталы за рубеж в поисках более динамичных рынков.

¹⁵ Размеру круга соответствует средний уровень ВВП на душу населения за период 2014-2024 гг.

При этом чистый отток капитала из отечественного реального сектора имеет хронический характер – он наблюдается на протяжении нескольких десятилетий (Рисунок 12). Вместе с чистым оттоком инвестиционных доходов из реального сектора он устойчиво колеблется в пределах 4-5% ВВП в год¹⁶.

Накопленные за рубежом за последние тридцатилетие чистые (за вычетом обязательств) активы нефинансового сектора превышают 40% российского ВВП¹⁷. Часть этих активов, несомненно, связана с воспроизводственными процессами – обеспечивает контроль за находящимися за рубежом элементами инфраструктуры, производственных цепочек, служит обеспечением для сделок, дает доступ к технологическим решениям, и др. В то же время, очевидно, при таком масштабе и таком постоянстве значительная часть этих вложений по отношению к потребностям производства избыточна.

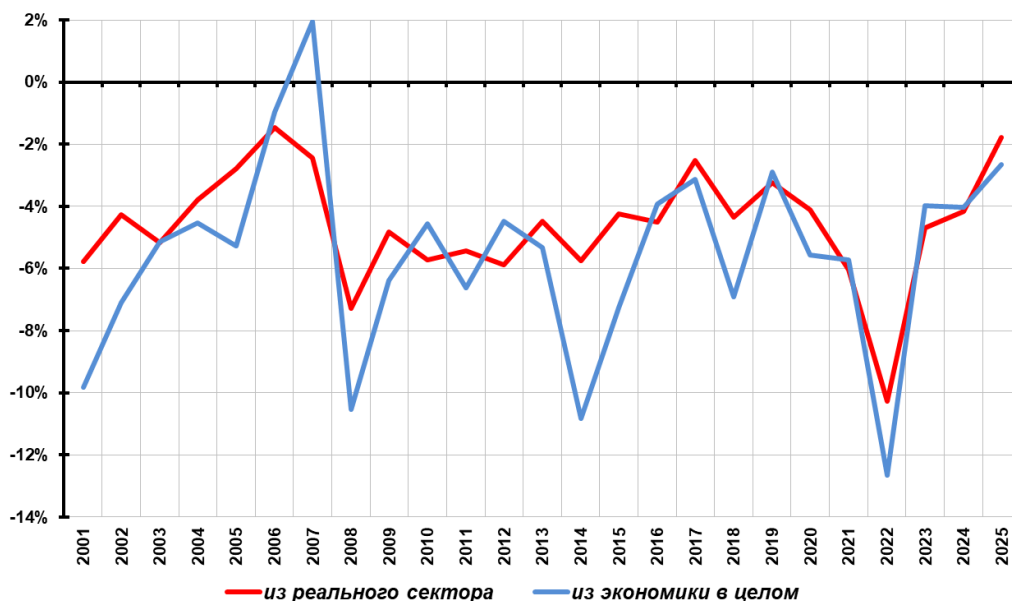


Рисунок 12 – Чистый отток капитала и инвестиционных доходов из российской экономики («+» – чистый приток, «-» – чистый отток, % к ВВП¹⁸)

¹⁶ В 2025 г. из-за уменьшения чистых выплат предприятиями за рубеж инвестиционного дохода произошло снижение этого показателя до уровня менее 2%ВВП. Однако пока неясно насколько устойчивым является это изменение.

¹⁷ Учтено по ценам приобретения. Если принять во внимание рост стоимости этих активов и полученный на них доход, то оценка окажется выше.

¹⁸ 2007 г. – исключено влияние перераспределения активов в результате банкротства НК ЮКОС.

Проблема масштабного хронического оттока капитала из отечественного реального сектора может быть смягчена в случае создания «полного контура воспроизводства» национального капитала – условий для большей интеграции и взаимного усиления сфер производства, товарно-денежного оборота и финансового капитала в российской юрисдикции (под национальным контролем).

Соответствующая политика, с одной стороны, должна предусматривать создание максимально благоприятных условий доступа к инструментам поддержки государства для того бизнеса, который:

- использует ранее выведенные активы для воссоздания целостных производственных цепочек внутри России;
- использует полученную прибыль для проведения глубокой модернизации производств и форсированного наращивания масштабов НИОКР с использованием научного потенциала страны;
- запускает в России производства полного цикла с высокой добавленной стоимостью;
- создает конкурентоспособный на мировых рынках продукт или технологию и масштабирует рынки его сбыта;
- успешно замещает критически значимые импортируемые товары или услуги, масштабируя эффект на внутреннем рынке.

К таким инструментам поддержки могут относиться налоговые, регуляторные стимулы, приоритетная поддержка со стороны институтов развития, льготное кредитование по госпрограммам, приоритетный доступ к государственным закупкам и инвестициям и др.

С другой стороны, доступ к такой поддержке может быть прекращен в случае, если органы финансового надзора выявят, что предприятие активно проводило трансграничные финансовые операции, не опосредующие производственную детальность.

При этом масштаб предоставления компаниям льготных финансовых инструментов и мер государственной поддержки может быть увязан с

соблюдением стандартов социально и экологически ответственного поведения бизнеса, а также с его вкладом в развитие инфраструктуры регионов ведения экономической деятельности.

Государство может рассмотреть вопрос об ужесточении налогового регулирования зарубежных инвестиций национальных компаний (по аналогии с американским налогом на накопленную прибыль и «налогом на выход»). Данный подход предполагает включение в налогооблагаемую базу не только извлекаемой прибыли контролируемых иностранных компаний, но и их имобилизованных активов – как пассивно хранящихся на зарубежных счетах денежных средств, так и материального имущества.

Но до введения такого подхода был бы целесообразен переходный период, в течение которого может проводиться налоговая амнистия выведенного капитала, предусматривающая фиксированный сбор за возвращенные средства и юридический иммунитет в отношении источников происхождения этих средств (по аналогии с механизмом налоговой амнистии, эффективно примененным в Италии в 2009 г.).

Возможным инструментом ограничения избыточного оттока капитала мог бы быть механизм централизованных страховых фондов для предприятий-экспортеров необработанного сырья. Отчисления в эти фонды, осуществляемые из сверхприбылей в периоды благоприятной ценовой конъюнктуры, могли бы накапливаться в высоконадежных российских активах, а затем использоваться для страховых выплат предприятиям-участникам в периоды негативной конъюнктуры.

*Материал подготовили:
руководитель направления Солнцев О. Г.
ведущий эксперт Ахметов Р.Р.
ведущий эксперт Панкова В. А.
ведущий эксперт Дешко А.В.
эксперт Ломоносов Д.К.*

Приложение. Анализ отраслевой структуры финансирования реального сектора экономики с точки зрения уязвимости отраслей к макроэкономическим шокам

Отрасли российской экономики существенно рознятся по своей чувствительности к кризисным процессам, что проявляется в различной (зачастую - качественно различной) динамике их финансовых результатов, стоимости активов и потребности в заёмных средствах в условиях макроэкономических шоков (Таблица 3). При классификации отраслей по степени чувствительности к кризисным процессам в экономике для каждой отрасли оценивалась доля кварталов с негативной динамикой выручки, рентабельности и кредиторской задолженности в кризисных эпизодах 2020, 2022 и 2024-2025 гг. На основании этих долей строился интегральный рейтинг чувствительности отраслей к макрошокам, и на основании этого рейтинга отрасли разделялись на три группы: с высокой, средней и низкой чувствительностью. Группа среднечувствительных дополнительно разделялась на 2 подгруппы: относящиеся к сырьевым и инфраструктурным; не относящиеся к ним.

На основе этого подхода была выделены *низкочувствительные* к макрошокам отрасли: производство пищевых продуктов; электроэнергетика, газо- и пароснабжение; сухопутный и трубопроводный транспорт; растениеводство и животноводство, охота и соответствующие услуги; производство напитков; производство компьютеров, электронных и оптических изделий; производство электрооборудования.

Среднечувствительные к макрошокам отрасли (сырье и инфраструктура): добыча сырой нефти и природного газа; производство кокса и нефтепродуктов; добыча металлических руд; химическая промышленность, кроме фармацевтики; металлургия; водоснабжение, водоотведение и утилизация; водный транспорт.

Прочие среднечувствительные к макрошокам отрасли: производство текстильных изделий; полиграфия; ремонт и монтаж машин и оборудования;

строительство зданий; розничная торговля; производство кожи и изделий из кожи; фармацевтика; производство резиновых и пластмассовых изделий; производство стройматериалов; производство одежды; производство готовых металлических изделий; производство машин и оборудования; железнодорожное, судовое и авиационное машиностроение; производство мебели; производство прочих готовых изделий; строительство инженерных сооружений; оптовая торговля; воздушный и космический транспорт; складское хозяйство и вспомогательная транспортная деятельность.

Высокочувствительные к макрошокам отрасли: лесоводство и лесозаготовки; рыболовство и рыбоводство; добыча прочих полезных ископаемых; производство бумаги и бумажных изделий; производство автотранспортных средств; торговля автотранспортными средствами; почтовая связь и курьерская деятельность; добыча угля; деревообработка.

Таблица 3 – Рейтинг отраслей по степени чувствительности к кризисным процессам в экономике (чем выше рейтинг – тем ниже чувствительность)

Рейтинг	Группа отраслей / отрасль	ОКВЭД
Низкочувствительные		
3.0	Пр-во пищевых продуктов	10
3.0	Электроэнергетика, газо- и пароснабжение	D
3.0	Деятельность сухопутного и трубопроводного транспорта	49
2.7	Растениеводство и животноводство, охота и предоставление соответствующих услуг в этих областях	01
2.7	Пр-во напитков	11
2.7	Электронная и оптич. пр-ть	26
2.7	Пр-во электрооборудования	27
Среднечувствительные - кроме сырьевых и инфраструктурных		
2.3	Пр-во текстильных изделий	13
2.3	Полиграфия	18
2.3	Ремонт и монтаж машин и оборудования	33
2.3	Строительство зданий	41
2.3	Торговля розничная	47
2.0	Пр-во кожи и изделий из кожи	15
2.0	Складское хозяйство и вспомогательная транспортная деятельность	52
2.0	Фармацевтика	21
2.0	Пр-во резин. и пластм. изд-ий	22
2.0	Пр-во стройматериалов	23
2.0	Пр-во металлоизделий	25

Рейтинг	Группа отраслей / отрасль	ОКВЭД
2.0	Пр-во машин и обор-я	28
2.0	Желдормаш, судо- и авиастроение	30
2.0	Пр-во мебели	31
2.0	Пр-во прочих готовых изделий	32
2.0	Строительство инженерных сооружений	42
2.0	Торговля оптовая	46
2.0	Деятельность воздушного и космического транспорта	51
1.7	Пр-во одежды	14
Среднечувствительные сырьевые и инфраструктурные		
2.0	Пр-во кокса и нефтепродуктов	19
1.7	Добыча метал. руд	07
1.7	Добыча сырой нефти и природного газа	06
1.7	Химия (кроме фармацевтики)	20
1.7	Металлургия	24
1.7	Водоснабжение, водоотведение, утилизация	Е
1.7	Деятельность водного транспорта	50
Высокочувствительные		
1.3	Лесоводство и лесозаготовки	02
1.3	Рыболовство и рыбоводство	03
1.3	Добыча проч. п/ископаемых	08
1.3	Пр-во бумаги и бум. изделий	17
1.3	Пр-во автотранспортных ср-в	29
1.3	Торговля автотранспортными средствами	45
1.3	Деятельность почтовой связи и курьерская деятельность	53
1.0	Добыча угля	05
1.0	Деревообработка	16

Данные по капитализации акций собраны из официальных квартальных таблиц Московской биржи «Рыночная капитализация акций». Для каждой категории акций капитализация рассчитывается как рыночная цена на последний торговый день квартала, умноженная на количество выпущенных акций. Затем категории акций суммировались по эмитенту и аналитической отрасли. База охватывает I квартал 2020 г. - II квартал 2026 г.

Эмитентам присваивался не формальный код ОКВЭД, а сопоставимая с ОКВЭД аналитическая отрасль. В первую очередь использовались отраслевые индексы и рыночный классификатор Московской биржи. При недостаточной детализации использовался фактический профиль основного бизнеса по публичным данным. После этого отрасль сопоставлялась с четырехгрупповой матрицей.

С 2022 г. представленный биржевой сегмент стал менее концентрирован на сырье и инфраструктуре, это произошло, прежде всего, на фоне падения капитализации сырьевого блока и высокочувствительных к макрошокам отраслей. Единственным крупным растущим блоком стали прочие среднечувствительные к макрошокам отрасли.

В рядах выявлено 18 эмитентов, у которых капитализация на 31.03.2022 была нулевой, а позднее появилось положительное значение. На 30.06.2026 их суммарная капитализация составляла 2.1 трлн. руб., или 6.6% капитализации четырех рассматриваемых групп. Из этой суммы 0.4 трлн. руб. приходилось на действительно новые IPO, а 1.7 трлн. руб. - на российские акции компаний, ранее представленных иностранными расписками либо прошедших реструктуризацию (Таблица 4). Без этих 18 строк совокупная капитализация на конец периода была бы не 32, а 30 трлн. руб.; снижение к 31.03.2022 составило бы 26.8% вместо фактически наблюдаемых 21.7% (Таблица 5).

Сопоставление динамики капитализации и задолженности показывает устойчивое расхождение между оценкой компаний фондовым рынком и масштабом привлечённых ими ресурсов. Особенно отчётливо оно проявляется в сырьевых и инфраструктурных отраслях, где усиление долговой нагрузки сопровождалось ослаблением позиций на рынке акций. После 2022 г. расширение корпоративного финансирования происходило преимущественно через долг, тогда как рыночная стоимость собственного капитала не обеспечивала сопоставимого роста. В результате экономика предприятий стала сильнее зависеть от процентных ставок, рефинансирования и способности наиболее капиталоемких отраслей обслуживать быстро увеличившиеся обязательства.

Таблица 4 - Отрасли, в которых изменился состав эмитентов акций

Отрасль	31.03.2022, млрд. руб.	30.06.2026, млрд. руб.	Новые эмитенты, млрд. руб.	Без новых эмитентов: уровень и изменение
Торговля розничная	662.6	1 890.7	1 444.3 (76.4%)	446.4 (-32.6% к началу)
Фармацевтика	2.0	131.9	130.5 (99.0%)	1.4 (-32.9% к началу)
Производство пищевых продуктов	145.3	218.5	80.3 (36.8%)	138.1 (-4.9% к началу)
Электронная и оптическая промышленность	4.7	48.4	43.0 (89.0%)	5.3 (14.2% к началу)
Строительство зданий	705.5	602.5	48.6 (8.1%)	553.9 (-21.5% к началу)
Добыча металлических руд	2 277.4	2 883.3	132.5 (4.6%)	2 750.8 (20.8% к началу)
Металлургия	7 930.3	4 345.8	208.3 (4.8%)	4 137.5 (-47.8% к началу)
Производство бумаги и бумажных изделий	147.9	56.6	10.2 (18.0%)	46.4 (-68.6% к началу)
Производство напитков	59.4	46.1	1.7 (3.7%)	44.4 (-25.3% к началу)
Производство электрооборудования	0.0	2.0	2.0 (100.0%)	0.0 (в начале отрасль отсутствовала)

Таблица 5 – Нефинансовые компании-крупнейшие новые эмитенты

Группа	Отрасль	Эмитент	Первое появление	Причина появления	Капитализация 30.06.26, млрд руб.
Прочие среднечувствительные	Розничная торговля	ПАО «ЕвроТранс» (EUTR)	IV кв. 2023	IPO	9,7
Прочие среднечувствительные	Розничная торговля	ПАО Эйч Эф Джи (HNFG)	IV кв. 2023	IPO	11,6
Сырьё и инфраструктура	Добыча металлических руд	ПАО «ЮГК» (UGLD)	IV кв. 2023	IPO золотодобывающей компании	132,5
Низкочувствительные	Производство напитков	ПАО «АГК» (KLVZ)	I кв. 2024	IPO «Алкогольной группы Кристалл»	1,7
Низкочувствительные	Электронная и оптическая промышленность	ПАО «Элемент» (ELMT)	II кв. 2024	IPO	43,1
Прочие среднечувствительные	Розничная торговля	ПАО «ВИ.ру» (VSEN)	III кв. 2024	IPO материнской компании сервиса «ВсеИнструменты.ру»	32,6
Прочие среднечувствительные	Фармацевтика	ПАО «ПРОМОМЕД» (PRMD)	III кв. 2024	IPO фармацевтической компании	80,8
Прочие среднечувствительные	Строительство зданий	ПАО «АПРИ» (APRI)	III кв. 2024	IPO девелопера	18,9
Прочие среднечувствительные	Фармацевтика	ПАО «Озон Фармацевтика» (OZPH)	IV кв. 2024	IPO фармацевтической компании	49,8
Высокочувствительные	Производство бумаги и бумажных изделий	ПАО «Ламбумиз» (LMBZ)	IV кв. 2024	IPO производителя упаковки	10,2
Прочие среднечувствительные	Розничная торговля	ПАО «Корпоративный центр ИКС 5» (X5)	I кв. 2025	Реорганизация X5 и переход от расписок к российским акциям	617,0
Низкочувствительные	Производство пищевых продуктов	ПАО «Группа „Русагро“» (RAGR)	I кв. 2025	Переход от ГДР Ros Agro PLC к акциям российского ПАО после редомициляции	80,3
Прочие среднечувствительные	Розничная торговля	ПАО «Фикс Прайс» (FIXR)	III кв. 2025	Корпоративная реструктуризация и замена ГДР на акции российского ПАО	43,5
Прочие среднечувствительные	Строительство зданий	МКПАО «Эталон Груп» (ETLN)	III кв. 2025	Замена депозитарных расписок Etalon Group PLC российскими акциями МКПАО	18,9
Прочие среднечувствительные	Розничная торговля	МКПАО «Озон» (OZON)	IV кв. 2025	Регистрация российского МКПАО и конвертация депозитарных расписок	729,9
Прочие среднечувствительные	Строительство зданий	ПАО «ГЛОРАКС» (GLRX)	IV кв. 2025	IPO девелопера	10,9
Сырьё и инфраструктура	Металлургия	ПАО «ЕВРАЗ» (EVRZ)	II кв. 2026	Корпоративная реструктуризация и появление российского ПАО в прямом владении	208,3
Низкочувствительные	Производство электрооборудования	ПАО «Инкаб Холдинг» (INCB)	II кв. 2026	IPO производителя кабельно-проводниковой продукции	2,0