

Цифровые финансовые активы как источник финансирования деятельности компании

Парфенова Манижа Далеровна 

Национальный исследовательский ядерный университет «МИФИ», Москва, Россия

SPIN-код: 3432-7380

mdparfenova@mephi.ru

Завалишина Александра Константиновна  

Национальный исследовательский ядерный университет «МИФИ», Москва, Россия

SPIN-код: 9986-0626

akzavalishina@mephi.ru

ДЛЯ ЦИТИРОВАНИЯ:

Парфенова М.Д., Завалишина А.К.

Цифровые финансовые активы
как источник финансирования
деятельности компании.

*Исследование проблем экономики
и финансов.* 2025;4:6.

<https://doi.org/10.31279/2782-6414-2025-4-6>

EDN IRDWUS

КОНФЛИКТ ИНТЕРЕСОВ:

авторы декларируют отсутствие
явных и потенциальных конфликтов
интересов, связанных с публикацией
настоящей статьи.

ПОСТУПИЛА: 18.08.2025

ДОРАБОТАНА: 13.11.2025

ПРИНЯТА: 19.11.2025

COPYRIGHT: © 2025 Парфенова М.Д.,
Завалишина А.К.

АННОТАЦИЯ

ВВЕДЕНИЕ. Исследованы относительно новые инструменты рынка капитала – цифровые финансовые активы, которые дают возможность расширить перечень источников финансирования бизнеса. Существующие научные публикации в большей степени освещают саму суть, принципы и регуляторную часть применения цифровых финансовых активов, однако не затрагивают практическую часть применения данных инструментов в деятельности реальных компаний, не показывают влияния эмиссии цифровых финансовых активов на показатели эффективности бизнеса и его финансовые результаты. Цель исследования заключается в оценке влияния цифровых финансовых активов на структуру финансирования российских компаний и на средневзвешенную стоимость капитала; определении потери и выгоды от эмиссии цифровых инструментов в российской юрисдикции. Исследование базируется на использовании комплексных методов научного познания, включающих в себя анализ выборки, синтез, группировки и обобщения.

Преимущества и недостатки выпуска цифровых финансовых активов идентифицированы как с технической точки зрения, так и с финансовой. Проведены расчеты структуры и стоимости капитала с учетом влияния цифровых активов по выборке крупнейших российских компаний-эмитентов. Разработана формула оценки чувствительности стоимости финансирования при влиянии таких факторов, как доля цифровых финансовых активов и их процентная ставка. Проведены аналитические расчеты по предлагаемым формулам и сформированы выводы по использованию нового цифрового инструмента финансирования в российской практике. Применение цифровых финансовых активов позволяет значительно снизить затраты на привлечение финансирования без существенного увеличения стоимости капитала, а также способствует росту прибыли и рентабельности. Основные преимущества цифровых финансовых активов включают надежность, безопасность, снижение барьеров входа и расширение круга инвесторов. Новые виды активов, такие как гибридные цифровые финансовые активы и сукук, открывают дополнительные возможности для бизнеса, однако их перспективы требуют дальнейших исследований.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА: цифровые финансовые активы, источники финансирования, стоимость капитала, облигации, инструменты финансового рынка, эмитенты цифровых финансовых активов



Digital financial assets as a source of financing for companies

Manizha D. Parfenova 

National Research Nuclear University «MEPhI», Moscow, Russia
mdparfenova@mephi.ru

Alexandra K. Zavalishina 

National Research Nuclear University «MEPhI», Moscow, Russia
akzavalishina@mephi.ru

TO CITE:

Parfenova M.D., Zavalishina A.K.
Digital financial assets as a source
of financing for the company. *Research
in Economic and Financial Problems*.
2025;4:6.
<https://doi.org/10.31279/2782-6414-2025-4-6>
EDN IRDWUS

DECLARATION OF COMPETING

INTEREST: none declared.

RECEIVED: 18.08.2025

REVISED: 13.11.2025

ACCEPTED: 19.11.2025

COPYRIGHT: © 2025 Parfenova M.D.,
Zavalishina A.K.

ABSTRACT

Relatively new capital market instruments have been investigated – digital financial assets, which make it possible to expand the list of sources of business financing. Existing scientific publications mostly cover the very essence, principles and regulatory part of the use of digital financial assets. However, there is a lack in the practical part of the use of these tools in the activities of real companies. Moreover, the impact of the issue of digital financial assets on business performance and financial results is not studied. The purpose of this work is to assess the impact of digital financial assets on the financing structure of Russian companies and on the weighted average cost of capital; to determine the losses and benefits from issuing digital instruments in the Russian jurisdiction. The research is based on the use of complex methods of scientific knowledge, including sampling analysis, synthesis, grouping and generalization. The advantages and disadvantages of issuing digital financial assets were identified both from a technical and financial point of view. The calculations of the structure and cost of capital, including impact of digital assets, were carried out based on a sample of the largest Russian issuing companies. A formula was developed to assess the sensitivity of the cost of financing under the influence of such factors as the share of digital financial assets and their interest rate. Analytical calculations based on the proposed formulas and conclusions were drawn from the use of a new digital financing tool in Russian practice. The use of digital financial assets can significantly reduce the cost of attracting financing without significantly increasing the cost of capital, contributing to the growth of profits and profitability. The main advantages of digital financial assets include reliability, security, reduction of entry barriers and expansion of the circle of investors. New types of assets, such as hybrid digital financial assets and sukuk, open up additional business opportunities, but their prospects require further research.

KEYWORDS: digital financial assets, sources of financing, cost of capital, bonds, financial market instruments, issuers of digital financial assets



ВВЕДЕНИЕ

Одним из ключевых драйверов роста компании независимо от стадии ее жизненного цикла является инвестированный капитал. Наряду с классическими источниками финансирования все большую популярность приобретают цифровые финансовые активы (ЦФА) [1; 2]. В настоящий момент научные работы, посвященные тематике ЦФА, ориентированы на описание самой сути данных активов, их классификации, регуляторной составляющей в зарубежной и российской практике [3–8]. В данных работах не показано влияние ЦФА на показатели деятельности компании, ее финансовые результаты и рентабельность. Возникает вопрос: насколько целесообразна эмиссия такого инструмента с точки зрения внутренней экономики бизнеса? Данная статья демонстрирует сравнительную характеристику между ЦФА и традиционными инструментами финансирования бизнеса, наглядно показывает, какие финансовые преимущества эмитент может получить, какие финансовые потери его ожидают при выборе ЦФА как источника финансирования в рамках российской практики.

В этой связи в исследовании поставлена цель – показать российскую практику выпуска ЦФА и оценить его влияние на показатели деятельности реальной компании. Задачами исследования являются расчет стоимости выпуска российскими эмитентами цифровых финансовых активов, оценка влияния на структуру инвестированного капитала компании-эмитента и средневзвешенной стоимости капитала, оценка влияния на чистую прибыль и рентабельность собственного капитала компании-эмитента.

Ключевые аспекты ЦФА

Анализ международного опыта дает основание сделать вывод, что в силу схожести экономических и правовых конструкций к цифровым финансовым активам применяется такое же регулирование, как и к инструментам рынка ценных бумаг¹. Согласно Федеральному закону «О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» № 259-ФЗ², цифровые финансовые активы – это цифровые права, включающие денежные требования, возможность осуществления прав по эмиссионным ценным бумагам, права участия в капитале непубличного акционерного общества, право требовать передачи эмиссионных ценных бумаг, которые предусмотрены решением о выпуске ЦФА.

Несмотря на то, что законодательная база была основана в июле 2020 года, первого оператора информационной системы («Атомайз»), в которой осуществляется выпуск и учет ЦФА, зарегистрировали только в 2022 году. В настоящее время на территории Российской Федерации зарегистрировано 2 крупнейших оператора обмена – Московская биржа и Санкт-Петербургская биржа. Под операторами платформы понимаются организации, которые дают возможность бизнесу выходить на публичный рынок и привлекать капитал. На 28 января 2025 года таких организаций в РФ зарегистрировано 14, среди крупнейших можно выделить «Сбер», «Атомайз», «Лайтхаус», «Блокчейн Хаб» от МТС, «А-Токен» от Альфа-банка и другие [9]. В этой связи горизонт исследования является сравнительно коротким. Изучение рынка цифровых финансовых активов дает основание сделать вывод, что ЦФА – по своей сути являются цифровыми аналогами уже существующих инструментов финансового рынка, таких как акции, облигации и другие формы долговых инструментов. Эти аналоги представляют собой цифровые права или сертификаты, так называемые токены, с определенной стоимостью, работающие на основе блокчейна или другой децентрализованной сети и хранящиеся в информационной системе.

Одним из преимуществ цифровых финансовых активов является то, что они обеспечивают сокращение количества посредников для проведения операций, а также дают возможность упрощенного доступа эмитентов и инвесторов на рынок подобных инструментов [10; 11]. Для наглядности и сравнительного анализа, в работе представлена схема текущего процесса обращения ценных бумаг (рисунок 1) и инфраструктура обращения рынка цифровых финансовых активов (рисунок 2).

Если рассматривать преимущества выпуска цифровых финансовых активов для эмитентов, то можно выделить преимущества технического характера и финансовые преимущества.

Так, к техническим преимуществам ЦФА для эмитентов относятся:

- 1) невозможность изменить данные на блокчейне. Это усиливает безопасность и надежность инструмента; обеспечивается прозрачность за счет использования блокчейна как единого универсального источника информации для всех участников рынка; повышается скорость документооборота, так как все данные хранятся в единой системе и обновляются в режиме реального времени;

¹ Развитие рынка цифровых активов в Российской Федерации, доклад Банка России. URL: https://cbr.ru/Content/Document/File/141991/Consultation_Paper_07112022.pdf

² О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации : федеральный закон № 259-ФЗ от 31.07.2020.

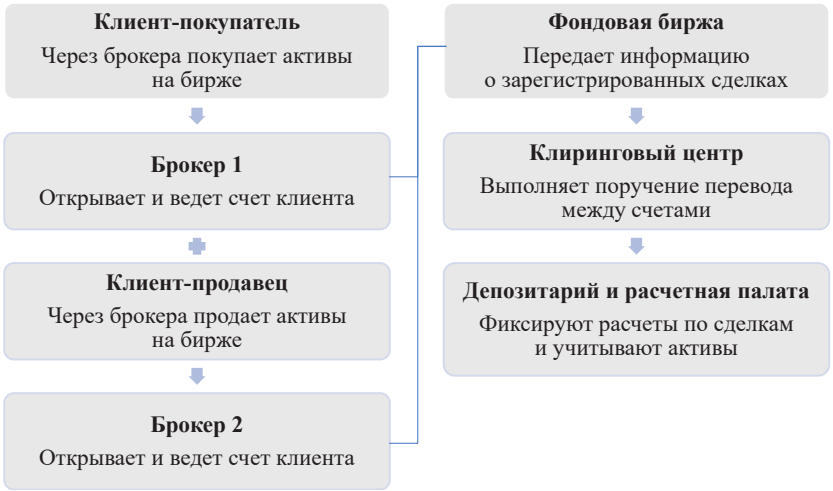


Рисунок 1
Процесс обращения ценных бумаг на фондовой бирже
Источник: составлено авторами.

Figure 1
The process of trading securities on a stock exchange
Source: compiled by the authors.

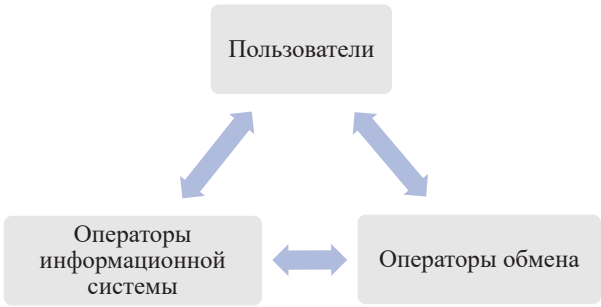


Рисунок 2
Инфраструктура обращения цифровых финансовых активов
Источник: составлено авторами.

Figure 2
Infrastructure for the circulation of digital financial assets
Source: compiled by the authors.

- 2) скорость размещения облигаций сокращается до 1–2 дней;
- 3) ускоренные расчеты на вторичном рынке день в день.

Финансовые преимущества ЦФА для эмитентов:

- 1) снижение затрат на размещение. По данным отчета «Введение в цифровые финансовые активы» от SberCIB Investment Research ³, при использовании блокчейна затраты на организацию выпуска

- облигаций могут быть снижены более чем в 9 раз (таблица 1);
- 2) доступ на рынок капитала для небольших компаний, так как выпуск может быть осуществлен на небольшие суммы. Снижение объема выпуска облигаций снимает барьеры для компаний при выходе на рынки капитала;
- 3) привлечение новых инвесторов за счет меньших минимальных лотов при выпуске облигаций.

Помимо преимуществ также можно выделить недостатки ЦФА, в основном обусловленные новизной и малоизвестностью данного инструмента (таблица 2).

³ SBER CIB. (2023). Введение в цифровые финансовые активы. URL: https://www.sberbank.com/common/img/uploaded/analytics/jdw/20062023_digital_financial_assets.pdf

Таблица 1
Сравнение затрат на выпуск цифровых и классических облигаций (на примере выпуска объемом 100 млн долл., данные на июнь 2023 г.)

Table 1
Comparison of the costs of issuing digital and classic bonds (using the example of an issue of \$100 million, June 2023)

Статья затрат	Классические	Цифровые
Структурирование, прайсинг, установка параметров, рейтинги	1 000 000	20 000
Юридическая экспертиза	100 000	40 000
Проверка потенциальных инвесторов и составление их списков	500 000	
Внутренняя проверка и классификация	50 000	20 000
Проверка третьими лицами	50 000	5 000
Регистрация и листинг	15 000	
Брокерские услуги и продажи	1 500 000	40 000
Оплата и расчеты	84 000	
Хранение и учет	350 000	2 000
Итого на выпуск	3 649 000	127 000
Сбор данных	1 200 000	350 000
Агрегация данных	400 000	115 000
Отчетность	1 200 000	100 000
Итого на поддержание	2 800 000	565 000
Итого, долл.	6 449 000	692 000

Источник: составлено авторами на основе SberCIB Investment Research ⁴.
Source: Authoring, based on the SberCIB Investment Research.

С финансовой точки зрения, одним из ключевых недостатков ЦФА (в частности, в виде денежного требования – облигации) является отсутствие налоговой экономии. В настоящее время выплата процентов инвесторам идет из чистой прибыли (аналогично дивидендам по акциям), что не позволяет уменьшить налог на прибыль [12].

Исследование показало, что при обращении компаний к данному источнику финансирования величина чистой прибыли оказывается больше, чем при долгом заимствовании. Однако эти проценты выплачива-

Таблица 2
Преимущества и недостатки ЦФА

Table 2
Advantages and disadvantages of Digital financial assets

Критерий	Для инвесторов	Для эмитентов
Преимущества		
Доступность	Возможность инвестирования даже с незначительным капиталом	Привлечение капитала в короткие сроки и без сложных процедур
Низкие издержки	Низкие комиссии со стороны брокеров в сравнении с фондовым рынком	Размещение дешевле облигационного займа
Технологичность	Блокчейн обеспечит надежность хранения бумаг	Автоматизация процесса благодаря смарт-контрактам
Недостатки		
Ликвидность	Небольшой вторичный рынок из-за новизны инструмента, тяжело продать	Трудность в размещении значительного объема ЦФА из-за низкого спроса
Правовой риск	В случае судебных разбирательств ЦФА не считается традиционным активом, из-за чего возможны затруднения в судопроизводстве	Слабая защищенность со стороны правовой системы и сложность учета всех законодательных норм при выпуске
Прогнозируемость доходности	Из-за структурной составляющей некоторых ЦФА невозможно гарантировать доход	–
Особенности налогообложения	–	При признании ЦФА ценной бумагой могут возникнуть дополнительные налоговые платежи

Источник: составлено авторами.
Source: compiled by the authors.

ются из чистой прибыли и тем самым уменьшают нераспределенную прибыль и возможности устойчивого и внутреннего роста компании. Тем не менее, несмотря на такие недостатки, существуют положительные драйверы роста развития рынка ЦФА. Это подтверждают данные годового прироста объема рынка ЦФА на 662 % за 2024 год ⁵, при этом основная часть выпусков (более 95 %) представляет собой простейшие ЦФА, по экономической сути являющиеся аналогом классической облигации, где закреплено право платежного требования к эмитенту.

⁴ SBER CIB. (2023). Введение в цифровые финансовые активы. URL: https://www.sberbank.com/common/img/uploaded/analytics/idw/20062023_digital_financial_assets.pdf

⁵ АКРА. (2024). ЦФА в 2024 году – уверенный рост в турбулентное время. URL: https://www.acra-ratings.ru/upload/iblock/971/pmp9oprw1cx54406g00wbct7j4l0d28b/20240905_CFFTI.pdf

Исследование влияния эмиссии ЦФА на стоимость капитала

Предпосылкой для исследования влияния ЦФА на средневзвешенную стоимость капитала является методика определения оптимальной структуры капитала на основе традиционной теории и теории Клауса-Литценбергера, где ключевым фактором выбора выступает минимальная величина средневзвешенной стоимости капитала (WACC (Weighted Average Cost of Capital) – ключевого фактора создания стоимости), поскольку такое соотношение источников финансирования приводит к максимизации фундаментальной стоимости бизнеса [13].

Теоретико-методологические аспекты оценки стоимости капитала представлены в исследованиях ряда авторов [14–18], однако исследование влияния ЦФА на WACC является достаточно новым явлением, что обуславливает актуальность данной работы.

В рамках исследования отобраны эмитенты ЦФА с правом денежного требования и объемом размещения более 1 млрд рублей. В данную выборку вошли такие компании, как РЖД ⁶, Сегежа Групп ⁷, Ростелеком ⁸, МТС ⁹ и ГК Пионер ¹⁰. По данным финансовой отчетности представленных компаний произведен расчет ключевых параметров средневзвешенной цены капитала (таблица 3).

Расчеты показывают, что структура инвестированного капитала исследуемых эмитентов отличается, так, например, по критерию финансового рычага Сегежа Групп можно признать закредитованной, крайне финансово неустойчивой, что ведет к наличию высокого уровня финансового риска, так как на один рубль собственного капитала компания финансируется заемным капиталом в размере 5 руб. 70 коп. Чуть ниже уровень финансового риска, выражаемый финансовым рычагом у МТС и ГК Пионер, в Ростелеком ситуация стандартная для подобных корпораций – чуть меньше 2 рублей долга на рубль собственного капитала, а вот РЖД, на-

против, показывает высокую финансовую устойчивость и независимость, компания почти на 70 % финансируется собственным капиталом, долги составляют 45 копеек на рубль собственных средств (таблица 3). Однако, какой бы ни была структура финансирования данных компаний, доля цифровых финансовых активов в них крайне низкая – от 0,17 до 1,92 %.

Таблица 3
Структура капитала выборки исследуемых эмитентов

Table 3
Capital structure of the sample of issuers under study

Показатель	РЖД	Сеге- жа	Ростеле- ком	МТС	Пио- нер
Структура капитала, млн руб.					
Собственный капитал	4 587 764	23 364	283 375	129 544	19 989
Заемный капи- тал (без ЦФА-об- лигаций)	2 047 878	130 229	445 839	617 449	71 193
ЦФА-облигации	15 000	3 000	1 955	1 240	1 100
Инвестирован- ный капитал	6 650 642	156 593	731 169	748 233	92 282
Структура капитала, %					
Собственный капитал	68,98	14,92	38,76	17,31	21,66
Заемный капи- тал (без ЦФА-об- лигаций)	30,79	83,16	60,98	82,52	77,15
ЦФА-облигации	0,23	1,92	0,27	0,17	1,19
Финансовый рычаг	0,45	5,70	1,58	4,78	3,62

Источник: составлено авторами на основе годовых отчетов представленных компаний.
Source: compiled by the authors based on the annual reports of the companies presented.

При расчете средневзвешенной стоимости капитала структура заемного капитала была разделена на 2 составляющие: это величина эмиссии цифровых облигаций и остальной долг. Стоимость цифровых облигаций (купонная ставка) получена по данным ЦФА. РФ ¹¹, также данная информация дублируется в годовых отчетах, представленных анализируемых компаний. Стоимость остальных долговых источников финансирования также получена из годовых финансовых отчетов исследуемых компаний.

В результате замечена следующая тенденция (таблица 4): во-первых, в данных компаниях ставка

⁶ РЖД. Финансовая отчетность за 2023 год. URL: <https://company.rzd.ru/9471?ysclid=m45ym6g5zz304148720>
⁷ ПАО Группа компаний «Сегежа». Финансовая отчетность за 2023 год. URL: <https://segezha-group.com/upload/iblock/399/6ve7zm02as87k84ectdmeftp48n1yhu1.pdf>
⁸ ПАО «Ростелеком». Финансовая отчетность за 2023 год. URL: https://www.company.rt.ru/upload/protected/iblock/d71/8abpyv735i6qmuu905fi53qsog532iit/IFRS_12m2023_summary.pdf
⁹ ПАО «Мобильные ТелеСистемы». Финансовая отчетность за 2023 год. URL: <https://mts.ru/upload/contents/10677/mts-ras-fs-23-r.pdf>
¹⁰ АО Группа компаний «Пионер». Финансовая отчетность за 2023 год. URL: <https://pioneer.ru/docs/konsolidirovannaya-finansovaya-otchetnost-za-god-zakonchivshiysya-31.12.2023-ru.pdf>

¹¹ Цифровые финансовые активы. (2024). Все решения о выпусках ЦФА. URL: <https://ufa.pf/cfa-vypusk.html>

по ЦФА выше ставки обычных эмитированных облигаций или ранее полученных кредитов, во-вторых, срок размещения относительно короткий, от трех месяцев до двух лет. Учитывая ранее изложенные преимущества эмиссии ЦФА, скорее всего компании продолжат дальнейшую работу на рынке цифровых финансовых активов, так как это дает возможности почти в 10 раз сократить расходы на размещение в противовес классическим облигациям, а также открывает доступ к «быстрым деньгам» на рынке капитала. На сегодняшний день исследуемые компании продолжают осуществлять выпуски ЦФА, однако выпуски 2024 года не были учтены в расчетной части исследования из-за отсутствия всей необходимой информации.

Представленная оценка средневзвешенной стоимости капитала (WACC) демонстрирует низкие значения показателей для компаний с высокой долей заемного капитала в структуре финансирования. Что касается Сегежа Групп, то высокое значение WACC связано с высоким уровнем волатильности акций компании на фондовой бирже и отражается в значении коэффициента бета

выше единицы. В рамках исследования стоит задача оценки чувствительности WACC к изменениям таких факторов, как: 1) доля ЦФА в структуре капитала, 2) стоимость (купонная ставка) цифровых облигаций (таблица 5).

Таблица 5
Коэффициенты эластичности

Table 5
Elasticity coefficients

Показатель	РЖД	Сегежа	Ростелеком	МТС	Пионер
Эластичность WACC к изменению доли ЦФА	0,0009	0,0053	0,0005	0,0013	0,0149
Эластичность WACC к изменению процентной ставки ЦФА	0,0018	0,0212	0,0031	0,0027	0,0238

Источник: расчеты авторов.
Source: authors' calculations.

Таблица 4
Результаты расчета средневзвешенной стоимости капитала

Table 4
Results of the calculation of the weighted average cost of capital

Показатель	РЖД	Сегежа	Ростелеком	МТС	Пионер
Стоимость собственного капитала					
Безрисковая доходность, %	11,62	11,62	11,62	11,62	11,62
Премия за риск, %	11,18	11,18	11,18	11,18	11,18
Коэффициент бета	0,2	1,3	0,31	0,25	0,36
Стоимость собственного капитала, %	13,86	26,15	15,09	14,42	15,64
Стоимость заемного капитала (без ЦФА-облигаций)					
Процентная ставка долга, %	5,78	12,31	10,76	7,87	7,97
Эффективная ставка налога, %	27,67	9,00	-27,74	9,50	20,04
Стоимость заемного капитала, %	4,18	11,20	13,75	7,12	6,37
Стоимость ЦФА-облигаций					
Купонная ставка, %	8,45	14,96	16,60	13,70	17,00
Налоговая экономия, %	0	0	0	0	0
Стоимость ЦФА-облигаций, %	8,45	14,96	16,60	13,70	17,00
Средневзвешенная стоимость капитала					
WACC, %	10,86	13,51	14,27	8,40	8,51

Источник: составлено авторами на основе данных ЦБ РФ ¹, Мосбиржи ².
Source: compiled by the authors based on data from the Central Bank of the Russian Federation, Moscow Exchange.

¹ Банк России. (2024). URL: https://www.cbr.ru/hd_base/zcyc_params/zcyc/
² Московская биржа. (2024). URL: https://www.moex.com/ru/index/MOEX10?utm_source=www.moex.com&utm_term=Индекс

Полученные коэффициенты эластичности показывают, что в большинстве случаев средневзвешенная стоимость капитала изменится менее чем на 0,01 % при изменении доли цифровых финансовых активов в структуре капитала на 1 %, и в среднем не более 0,02 % при изменении процентной ставки на 1 %.

Данные показатели оценены с помощью следующих формул, сформированных авторами исследования:

$$E_{WACC(d_{ЦФА})} = \frac{\Delta WACC\%,}{\Delta d_{ЦФА\%}},$$

(1)

и

$$E_{WACC(r_{ЦФА})} = \frac{\Delta WACC\%,}{\Delta r_{ЦФА\%}},$$

(2)

где $E_{WACC(d_{ЦФА})}$ – коэффициент эластичности средневзвешенной стоимости капитала при изменении доли ЦФА в структуре финансирования;
 $E_{WACC(r_{ЦФА})}$ – коэффициент эластичности средневзвешенной стоимости капитала при изменении процентной ставки ЦФА;
 $d_{ЦФА}$ – доля ЦФА в структуре инвестированного капитала;
 $r_{ЦФА}$ – процентная ставка ЦФА.

Как видно из расчетов, чувствительность крайне низкая, WACC неэластичен относительно изменения как доли, так и стоимости цифровых облигаций. Коэффициент эластичности положительный по всей выборке, следовательно, зависимость между средневзвешенной ценой капитала и данными факторами положительная, то есть рост процентных ставок и рост доли цифровых финансовых активов приведет к удорожанию совокупной стоимости финансирования (так как в ходе исследования было выявлено, что ставки по ЦФА превышают среднюю ставку финансирования долговыми источниками бизнеса и не обеспечивают налоговую экономию). В настоящий момент за счет незначительной доли цифровых финансовых активов в структуре источников финансирования бизнеса происходит компенсация высокой стоимости (процентной ставки) и отсутствия налоговой экономии, что в общем итоге практически не сказывается на величине WACC.

Сравнительный анализ ЦФА и классических инструментов финансирования

Исходя из результатов предыдущего анализа, можно сделать вывод, что ЦФА является гибридным источником финансирования, так как, с одной стороны, имеет характеристики срочности, платности, возвратности, что присуще заемному источнику финансирования, с другой стороны, выплата процентов (купонов) по ЦФА

происходит из чистой прибыли, аналогично дивидендам по акциям, что присуще долевого источнику финансирования. Следовательно, при выборе такого источника финансирования, как ЦФА, компании-эмитенту рекомендуется взвешивать те выгоды, которые обеспечивает данный инструмент, с неявными потерями, возникающими вследствие удорожания средневзвешенной цены капитала. С бухгалтерской точки зрения, наблюдается положительный эффект как на чистую прибыль компании, так и на ROE (Return on Equity) – рентабельность собственного капитала.

Для наглядности рассмотрено влияние ЦФА на финансовые результаты российской девелоперской компании ПАО «ГК «Самолет»¹². Базовые предпосылки для проведения сравнительного анализа включают наличие одной и той же величины прибыли до вычета процентов и налога, ожидаемой при привлечении дополнительного финансирования в размере 1,5 млрд руб. Было проведено сравнение традиционного источника финансирования – банковского кредита с новым продуктом, которому и посвящена статья – ЦФА (таблица 6).

Таблица 6
Исходные данные для сравнения источников финансирования на примере ПАО «ГК «Самолет»

Table 6
Initial data for comparing sources of financing using the example of company «Samolet Group»

Показатель	Значение
Потребность в дополнительном капитале, млн руб.	1 567
Собственный капитал, млн руб.	52 634
Стоимость кредита	25,20 %
Стоимость кредита с учетом налоговой экономии	20,22 %
Стоимость ЦФА	24,75 %
Рентабельность активов	13,40 %

Источник: составлено авторами на основе годовой отчетности «Самолет».
Source: compiled by the authors on the basis of annual reports «Samolet Group».

Как видно из таблицы, привлечение полутора миллиардов рублей возможно как за счет нового банковского кредита, так и за счет эмиссии ЦФА в виде денежного требования. При сравнении ставок ЦФА и кредита с учетом налоговой экономии (так как платежи процентов к уплате идут в расходы до налогообложения, уменьшая тем самым налогооблагаемую базу) видно преимущество кредита.

¹² ПАО «ГК «Самолет». Консолидированная финансовая отчетность за 2024 год. URL: https://media.samolet.ru/investors/shareholders/statistics_document/ПАО_ГК_Самолет_МСФО_2024.pdf

В качестве оценки влияния ЦФА на финансовый результат и рентабельность в исследовании проведена сравнительная характеристика источников при прочих равных условиях (таблица 7). Помимо перечисленных показателей, предложено оценить базовую прибыль на акцию – EPS (Earn Per Share) как один из индикаторов инвестиционной привлекательности ценных бумаг компании.

Таблица 7
Сравнительная характеристика источников финансирования на примере компании ПАО «ГК «Самолет»

Table 7
Comparative characteristics of sources of financing using the example of company «Samolet Group»

Показатель	Кредит	ЦФА
Прибыль до вычета процентов и налога (ожидаемая), млн руб.	99 597	99 597
Проценты к уплате по имеющимся кредитам и займам, млн руб.	77 115	77 115
Проценты к уплате по новому кредиту, млн руб.	379	–
Проценты к уплате всего, млн руб.	77 494	77 115
Прибыль до налогообложения, млн руб.	22 104	22 483
Налог на прибыль, млн руб.	4 370	4 445
Чистая прибыль, млн руб.	17 733	18 038
Рентабельность собственного капитала	33,69 %	34,27 %
Проценты к уплате по новому ЦФА, млн руб.	–	388
Количество обыкновенных акций, тыс. штук	60 162	60 162
EPS (базовая прибыль на акцию), руб.	294,76	293,37

Источник: расчеты авторов на основе годовой отчетности «Самолет».

Source: authors' calculations on the basis of annual reports «Samolet Group».

Как уже было отмечено ранее, при текущих положениях Налогового кодекса Российской Федерации проценты по ЦФА оказывают прямое положительное влияние на чистую прибыль, из-за чего растет и рентабельность собственного капитала при выборе такого источника финансирования вместо традиционного. Однако чистая прибыль на обыкновенные акции снижается по причине включения процентов во внереализационную деятель-

ность и отсутствия как следствие налоговой экономии. С точки зрения корпоративных финансов данный источник финансирования является крайне дорогим, так как текущие проценты по выпуску ЦФА на рынке при сравнении со ставками кредитования юридических лиц на уровне 24,2 % оказываются выше в среднем на процент, что не может привлекать новых эмитентов на данный рынок при учете также минусов в виде отсутствия налоговой экономии. На текущем этапе развития российского рынка цифровых финансовых активов главными преимуществами для эмитентов в пользу выбора данного источника является скорость привлечения денег, по данным бирж, не более недели, а также положительное влияние на узнаваемость бренда, его вовлечение в инновационную сферу [19]. Данный инструмент может быть крайне эффективен для малоизвестных брендов, не имеющих доступа к бирже или высоких кредитных рейтингов, а также для привлечения относительно небольших сумм под обеспечение своей продукции.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Привлечение финансирования за счет цифровых финансовых активов не приводит к существенному удорожанию стоимости капитала, но при этом обеспечивает существенную экономию затрат на выпуск практически в 9 раз. Данное обстоятельство является неоспоримым преимуществом, позитивно влияющим на возможность выхода на рынок «быстрых денег». Еще одним позитивным фактором с точки зрения финансовой отчетности является генерирование чистой прибыли и рентабельности собственного капитала вследствие выплаты процентов ЦФА с правом денежного требования из чистой прибыли (в российской юрисдикции). Формально наличие ЦФА в структуре финансирования приводит к росту данных показателей на 1,8 %, но при этом вследствие снижения величины прибыли, приходящейся на обыкновенные акции, величина базовой (разводненной) прибыли несущественно снижается, на 0,4 %. Отсюда видно, что относительное преимущество превышает относительные потери.

Ключевыми преимуществами цифровых финансовых активов выделены следующие:

- 1) преимущества технического характера, такие как надежность и безопасность данных на блокчейне, сокращение периода размещения цифровых активов и обеспечение расчетов день в день;
- 2) преимущества финансового характера, такие как снижение барьеров входа на рынок капитала, особенно это является критичным для небольших компаний, экономия на затратах на размещение цифрового актива, а также расширение круга инвесторов.

Помимо представленных преимуществ, эмиссия цифровых финансовых активов может сопровождаться рядом рисков. Это могут быть и технологические риски (например, сбои в работе платформ), риски взломов и кибератак, риск неисполнения обязательств (по сравнению с традиционными инструментами долгового рынка эмитенты ЦФА могут быть менее надежными, поскольку к ним предъявляется меньше требований по раскрытию информации), риск ликвидности из-за недостаточного объема операций на рынке цифровых финансовых активов.

Таким образом, при принятии решения о выпуске ЦФА рекомендуется провести расчет эффективности такого источника финансирования с точки зрения его влияния на прибыль, рентабельность и стоимость капитала. Появление цифровых финансовых активов открывает перед бизнесом новые возможности финанси-

рования своего роста и устойчивого развития. Помимо классических цифровых финансовых активов, дающих право денежного требования, популярность набирают гибридные цифровые активы, например с привязкой стоимости на драгоценные металлы, где вознаграждением при погашении цифрового инструмента выступает физическая поставка этого металла. Рынок цифровых финансовых активов ежегодно совершенствуется, и за столь короткое существование инструменты ЦФА постоянно пополняются. Последним новшеством российского рынка цифровых инструментов является сукук – как аналог способа исламского финансирования. Однако в рамках данной работы гибридные ЦФА и сукук не были исследованы из-за отсутствия финансово-информационной базы, поэтому говорить о перспективах данных подвидов цифровых активов в России пока не предоставляется возможным.

Вклад авторов

Парфенова М. Д.: анализ данных, создание рукописи и её редактирование.

Завалишина А. К.: администрирование проекта, просмотр и редактирование.

Contributions

Parfenova M. D.: data analysis, manuscript creation and editing.

Zavalishina A. K.: project administration, review and editing.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ / REFERENCES

1. Дюпин П.Э. Цифровые финансовые активы (ЦФА) как новый инструмент привлечения капитала компаний. *Экономика: вчера, сегодня, завтра*. 2024;14(3):387-392.
Dyupin Pavel E. Digital financial assets (DFA) as a new tool for raising capital for companies. *Economics: Yesterday, Today and Tomorrow*. 2024;3:387-392. (In Russ.).
2. Вольфовский А.И. Перспективы применения цифровых финансовых активов (ЦФА) в привлечении международных инвестиций между странами «БРИКС». *Экономика: вчера, сегодня, завтра*. 2024;14(10-1):266-274.
Vol'fovskii A.I. Prospects for the use of digital financial assets (DFA) in attracting international investments among BRICS countries. *Economics: Yesterday, Today and Tomorrow*. 2024;14(10-1):266-274. (In Russ.).
3. Efimova L. Digital financial assets: Concept and legal. *BRICS Law Journal*. 2024;11(1):32-57. <https://doi.org/10.21684/2412-2343-2024-11-1-32-57>
4. Girich M.G., Ermokhin I.S., Levashenko A.D. Comparative analysis of the legal regulation of digital financial assets in Russia and other countries. *International Organisations Research Journal*. 2022;17(4):176-192. <https://doi.org/10.17323/1996-7845-2022-04-07>
5. Inshakova A.O. et al. Problems of using digital financial assets as investments. *Remote Investment Transactions in the Digital Age: Perception, Techniques, Law Regulation*. 2024:299-307. https://doi.org/10.1007/978-3-031-51536-1_28
6. Кошелев К.А. Тенденции развития рынка цифровых финансовых активов в контексте цифровой трансформации мировой экономики. *Финансы: теория и практика / Finance: Theory and Practice*. 2022;26(4):80-94. <https://doi.org/10.26794/2587-5671-2022-26-4-80-94>
Koshelev K.A. Trends in the evolution of the digital financial assets market in the context of the digital transformation of the global economy. *Finance: Theory and Practice*. 2022;26(4):80-94. (In Russ.). <https://doi.org/10.26794/2587-5671-2022-26-4-80-94>
7. Milosh, D.V. Digital of financial assets: Current state and forecast of development at the global level on the example of cryptocurrencies. *Corporate Governance and Innovative Economic Development of the North: Bulletin of Research Center of Corporate Law, Management and Venture Investment of Syktyvkar State University*. 2020;4:98-107. <https://doi.org/10.34130/2070-4992-2020-4-98>

8. Peretolchin A.P. Genesis and prospects of development of legal regulation of digital financial assets in the Russian Federation. *Journal of Digital Technologies and Law*. 2023;1(3):752-774. <https://doi.org/10.21202/jdtl.2023.33>
9. Станкевич В.С., Власов А.В. Обзор цифровых активов. Тенденции развития цифровых финансовых активов в РФ и прогноз развития. *Russian Journal of Economics and Law*. 2024;18(2):422-452. <https://doi.org/10.21202/2782-2923.2024.2.422-452>
Stankevich V.S., Vlasov A.V. Review of digital assets. Trends in the development of digital financial assets in the Russian Federation and forecast. *Russian Journal of Economics and Law*. 2024;18(2):422-452. (In Russ.). <https://doi.org/10.21202/2782-2923.2024.2.422-452>
10. Курныкина О.В. Цифровые финансовые активы (ЦФА) – новый инструмент для инвестиций на базе современных технологий: порядок применения и учета. *Финансовые рынки и банки*. 2024;9:125-129.
Kurnyikina O.V. Digital financial assets (DFA) – a new investment tool based on modern technologies: procedure for application and accounting. *Financial Markets and Banks*. 2024;9:125-129. (In Russ.).
11. Богданова Р.И. Перспективы использования цифровых финансовых активов в целях привлечения инвестиционных ресурсов компаниями реального сектора экономики. *Финансовые исследования*. 2024;2(83):21-30. <https://doi.org/10.54220/finis.1991-0525.2024.83.2.002>
Bogdanova R.I. Prospects for the use of digital financial assets to attract investment resources by companies in the real sector of the economy. *Financial Research*. 2024;2(83):21-30. (In Russ.). <https://doi.org/10.54220/finis.1991-0525.2024.83.2.002>
12. Коньков А.Ю. Нюансы налогообложения операций с некоторыми видами ЦФА: разъяснения специалиста. *Налоговая политика и практика*. 2024;11(263):26-39.
Konkov A.Yu. Nuances of taxation of transactions with certain types of digital financial assets: Explanations from a specialist. *Tax Policy and Practice*. 2024;11(263):26-39. (In Russ.).
13. Парфенова М.Д. Оценка средневзвешенной стоимости инвестированного капитала в рамках сбалансированной системы показателей. *Финансовая аналитика: проблемы и решения*. 2012;34(124):24-30.
Parfenova M.D. Estimating the weighted average cost of invested capital within the balanced scorecard. *Financial Analytics: Problems and Solutions*. 2012;34(124):24-30. (In Russ.).
14. Воронов Д.С. Расчет ставки дисконтирования для российского рынка в современных условиях. *Финансы и кредит*. 2023;29.4(832):795-839. <https://doi.org/10.24891/fc.29.4.795>
Voronov D.S. Calculation of the discount rate for the Russian market in present-day conditions. *Finance and Credit*. 2023;29.4(832):795-839. (In Russ.). <https://doi.org/10.24891/fc.29.4.795>
15. Dato P. et al. Computation of weighted average cost of capital (WACC) in the power sector for African countries and the implications for country-specific electricity technology cost. *Applied Energy*. 2025;397:126333. <https://doi.org/10.1016/j.apenergy.2025.126333>
16. Horobet A., Smedoiu-Popoviciu A., Oprescu R., Belascu L., & Pentescu A. Seeing through the haze: Greenwashing and the cost of capital in technology firms. *Environment, Development & Sustainability*. 2025;27(9):21651-21682. <https://doi.org/10.1007/s10668-024-04817-w>
17. Палагин А.А. Модификация ставки дисконтирования для оценки стоимости бизнеса в условиях неопределенности. *Вестник Академии знаний*. 2025;2(67):789-792.
Palagin A.A. Modification of the discount rate for business valuation under conditions of uncertainty. *Newsletter of the Academy of Knowledge*. 2025;2(67):789-792. (In Russ.).
18. Rohmat F., Nahda K. Analysis of the optimization of capital structure and capital budgeting at PT PP Semarang Demak. *Finance: International Journal of Management Finance*. 2025; 2(3):13-23. <https://doi.org/10.62017/finance.v2i3.68>
19. Pastukhov E. Characteristics and development trends of the digital assets segment in modern practice in Russia and abroad. *Journal of Corporate Finance Research*. 2024;18(2):42-55. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.18.2.2024.42-55>