



Сравнительная оценка использования традиционных финансовых инструментов и ЦФА как источников финансирования компании

Пак В.И., аспирант, кафедра корпоративных финансов и корпоративного управления, факультет экономики и бизнеса, Финансовый университет при Правительстве РФ, Москва, Россия

Аннотация. Статья посвящена исследованию методов оценки использования цифровых финансовых активов в качестве инструмента финансирования российских компаний. Предлагается подход, основанный на коэффициентном анализе, проанализировано влияние отраслевой принадлежности на исследуемые показатели компаний, были выбраны показатели для компании электроэнергетической отрасли, проведены расчеты и сравнение показателей эффективности деятельности при финансировании через ЦФА и облигации. Ключевыми направлениями дальнейшего исследования становятся расширение методики оценки и подготовка универсальной модели для улучшения практики оценки инвестиций.

Ключевые слова: цифровые финансовые активы, ЦФА, источники финансирования, оценка инвестиций, облигации.

Comparative assessment of the use of traditional financial instruments and digital financial instruments as sources of company financing

Pak V.I., PhD Student, Department of Corporate Finance and Corporate Governance, Faculty of Economics and Business, Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russia

Annotation. This article explores methods for evaluating the use of digital financial assets as a financing tool for Russian companies. An approach based on ratio analysis is proposed, the impact of industry on the company's performance indicators

is analyzed, indicators for a company in the electric power industry are selected, and calculations and comparisons of performance indicators for financing through digital financial assets and bonds are conducted. Key areas for further research include expanding the evaluation methodology and developing a universal model to improve investment appraisal practices.

Key words: Digital financial assets, digital financial assets, funding sources, investment assessment, bonds.

Уже несколько лет ЦФА активно продвигают на рынке как новую альтернативу традиционным финансовым инструментам. Исследования Центробанка, коммерческих банков и сайта Cbonds [6, 8, 9] показывают постоянный рост размеров рынка ЦФА и повышенный интерес участников к данному продукту. Тем не менее, будь то совершенно новый цифровой продукт или же современная цифровая обертка для уже зарекомендовавших себя инструментов, на рынке инвесторов всегда в первую очередь интересует эффективность и прибыльность своих вложений, а также риски. Соответственно, когда речь заходит о новых инструментах и экспериментах с ними, одним из первых возникает вопрос о сопоставимости и прогнозируемости результатов. Нужно ли использовать именно этот инструмент? Какие выгоды можно извлечь и какие риски возникают при его использовании в сравнении с уже известными облигациями, кредитами и займами? Именно для ответа на эти вопросы проводится анализ и оценка эффективности использования финансовых инструментов.

На сегодняшний день законодательно установлены определение, виды и функции ЦФА – на это указывает Федеральный закон от 31.07.2020 № 259-ФЗ, а также условия их выпуска, обращения и получения дохода по ним. В работах других исследователей рассмотрены преимущества ЦФА, а именно их скорость выпуска и надежность благодаря техническим нюансам системы блокчейн [2], а также возможность закрепления за практически любым базовым активом [3], что обеспечивает не только гибкость самого инструмента, но и расширяет охват потенциальных инвесторов.

На практике же, использование ЦФА как правило сводится к одному методу – так согласно исследованиям ЦБ РФ, на конец 2024 года на рынке ЦФА все еще преобладает долговой вид ЦФА (88% выпуска). Также ЦФА пока что остается краткосрочным источником привлечения капитала – 73% выпусков 2024 года имеют срок погашения до 1 года, преимущественно менее 6 месяцев [5]. Инвесторы все еще с осторожностью относятся к ЦФА, тем не менее ЦФА уже нашли одну нишу, успешно заменяя облигационные займы для компаний, которые еще не готовы выйти на данный рынок.

Таким образом, компании, заинтересованные в привлечении денежных средств, могут встать перед выбором – выпуск облигаций или ЦФА. В данном случае стоит обратиться к известным методикам финансового анализа предприятий, например факторному или коэффициентному. Подробно методики финансового анализа рассматривались в работах Косоруковой И.В., Болтенкова А.Н., Тевдеевой Р.А., Ковалева А.Н. [4, 1] и других ученых. Суть коэффициентного анализа заключается в сравнении показателей компании, выраженных через отношение статей финансовой отчетности, со среднеотраслевыми или показателями конкурентов. В случае сравнения двух сценариев финансирования, сравнивать следует показатели этих сценариев между собой.

Не в последнюю очередь на выбор показателей оценки влияет отраслевая принадлежность компании.

Компании капиталоемких отраслей как правило имеют большую долю внеоборотных активов и большие затраты на амортизацию. Показатели оборачиваемости активов в данных отраслях относительно низкие, а внимание уделяется показателям долговой нагрузки, капитальных затрат и рентабельности по операционной деятельности. Также некоторые отрасли, такие как сельское хозяйство или туризм, подвержены влиянию сезонности. В данном случае необходимо обращать внимание на коэффициенты отражающие изменения оборотного капитала, запасов, дебиторской задолженности.

В зависимости от отрасли меняется и допустимая долговая нагрузка на компанию. Крупные капиталоемкие компании могут иметь достаточно стабильный денежный поток для прогнозирования в долгосрочной перспективе, и соответственно могут брать на себя больше обязательств. Более того, таким компаниям необходимы большие объемы первоначального финансирования, что снова склоняет их к использованию заемных средств. Предприятия МСП или компании с фактором сезонности подвержены большим рискам при увеличении заемного капитала.

Также от отрасли зависят показатели маржинальности и рентабельности. Компании, связанные с установленными государством тарифами (например, на топливо для сферы электроэнергетики) зависят от их изменений, а компании в области связи имеют большой потенциал масштабируемости услуг, что дает возможность повысить маржу по EBITDA.

Таким образом, при оценке влияния выбора инструмента финансирования необходимо смотреть на отраслевую принадлежность компании, а также показатели ее текущей деятельности.

Для примера рассмотрим показатели электроэнергетической отрасли, среди которых были выбраны следующие (табл. 1):

Таблица 1

**Показатели эффективности деятельности компании
электроэнергетической отрасли**

Группа показателей	Показатель	Формула
Показатели ликвидности и оборачиваемости проекта	Коэффициент текущей ликвидности	Оборотные активы / Краткосрочные обязательства
	Коэффициент быстрой ликвидности	«Быстрые» активы / Краткосрочные обязательства
	Коэфф. оборачиваем. основных средств	Выручка / Средняя стоимость основных средств
	Коэфф. оборачиваем. активов	Выручка / Средние совокупные активы
Показатели финансовой устойчивости и структуры капитала	Суммарные обязательства к активам	Совокупные обязательства / Совокупные активы
	Долгоср. обязат. к активам	Долгосрочные обязательства / Совокупные активы
	Долгоср. обязат. к внеоборотн. активам	Долгосрочные обязательства / Внеоборотные активы
	Суммарные обязательства к собств. кап.	Совокупные обязательства / Собственный капитал

Показатели рентабельности проекта	Коэфф. рентабельности валовой прибыли	Валовая прибыль / Выручка
	Коэфф. рентабельности чистой прибыли	Чистая прибыль / Выручка
	Рентабельность продаж	ЕВІТ / Выручка
	Рентабельность активов	Чистая прибыль / Средние совокупные активы
	Рентабельность оборотных активов	Чистая прибыль / Средние оборотные активы
	Рентабельность внеоборотных активов	Чистая прибыль / Средние внеоборотные активы
	Рентабельность инвестиций	Чистая прибыль / Инвестиции
	Рентабельность собственного капитала	Чистая прибыль / Средний собственный капитал
Показатели долговой нагрузки и обслуживания долга	Долг/собственный капитал	Процентный долг / Собственный капитал
	Долг/ЕВІТDА	Процентный долг / ЕВІТDА
	ЕВІТ/проценты	ЕВІТ / Процентные расходы

Источник: составлено автором

В качестве объекта применения механизма была выбрана компания «ЭнергоТех», запускающая новую деятельность по предоставлению газовых электрогенераторов для майнинговых ферм.

Для запуска деятельности компании необходимо привлечь инвестиции в размере 50 млн. руб., причем компания планирует запуск исключительно из заемных средств. Погашение долга запланировано в течение 3-х лет с момента получения денежных средств. Горизонт планирования деятельности также равен 3 годам.

Инвестиционные затраты проекта до его старта следующие (табл. 2):

Таблица 2

Инвестиционные издержки проекта

Тип затрат	Сумма, руб.
Здание	8 700 000
Оборудование	25 711 500
Затраты	3 150 000
Итого	37 561 500

Источник: составлено автором

Расчет доходов компании проведен исходя из данных:

- Старт по проекту назначен на сентябрь 2026
- Количество часов работы в сутки – 24
- Закладываемый компанией процент простоев = 15%
- Компания использует 1 газовый куст, способный генерировать 1000 кВт

- Сетевой тариф за 1 кВт/ч – 12 руб., включая НДС¹
- Дисконт компании для покупателей = 30%, соответственно стоимость за 1 кВт/ч будет равна 8,4 руб., включая НДС.

Планируемая доходная часть проекта по годам рассчитывается как произведение годовой суммы планируемых инфраструктурных часов (часов работы установок) и стоимости одного часа и представлена в следующем виде (табл. 3):

Таблица 3

Поступления от продаж проекта по годам

Наименование	Ед.изм.	ИТОГО	2026	2027	2028	2029
Инфраструктурный час	руб.	271 842 490	23 302 218	74 414 437	83 469 965	90 655 869

Источник: составлено автором

Прямые издержки (с учетом инфляции) состоят из потребления газа электрогенераторами и планируются исходя из данных:

- Расход газа 1 электроустановкой на 1 кВт/ч = 0,26 куб.м.
- Тариф на газ = 9714,49 руб. за тыс. куб.м. с НДС²

Прогноз прямых затрат проекта как произведение годовой суммы планируемых инфраструктурных часов, расхода газа на 1 кВт/ч и тарифа на газ (табл. 4):

Таблица 4

Планируемые затраты на прямые издержки с учетом инфляции по годам

Наименование	Ед.изм.	ИТОГО	2026	2027	2028	2029
Потребление газа	руб.	74 432 503	6 667 128	20 853 412	22 694 282	24 217 682

Источник: составлено автором

К общим издержкам относится обслуживание газовых установок в количестве 5 штук, планируемые расходы на обслуживание 1 установки – 25 тыс. руб. в месяц, сумма затрат по годам составит (табл. 5):

¹ Предельные уровни нерегулируемых цен на электрическую энергию (мощность), дифференцированные по ценовым категориям [Электронный ресурс] – URL: <https://mari-el.tns-e.ru/disclosure/raskrytie-informatsii-subektom-rynka-elektricheskoy-energii-moshchnosti/corp-governance-securities/raschet-predelnykh/>

² Предельные уровни нерегулируемых цен на электрическую энергию (мощность), дифференцированные по ценовым категориям [Электронный ресурс] – URL: <https://mari-el.tns-e.ru/disclosure/raskrytie-informatsii-subektom-rynka-elektricheskoy-energii-moshchnosti/corp-governance-securities/raschet-predelnykh/>

Таблица 5

Общие издержки по годам

Наименование	Ед.изм.	ИТОГО	2026	2027	2028	2029
Обслуживание моторокомплектов	руб.	5 388 426	500 000	1 566 000	1 628 640	1 693 786

Источник: составлено автором

Структура налоговых выплат компании представлена в виде:

- Налог на прибыль 25%
- Налог на имущество 2,2%
- НДС 22%

Налоговые выплаты рассчитаны в следующем объеме (табл. 6):

Таблица 6

Налоговые выплаты по годам

Наименование	Ед.изм.	ИТОГО	2026	2027	2028	2029
Налог на прибыль	руб.	26 294 096	1 387 878	6 396 951	7 457 644	11 051 624
Налог на имущество	руб.	445 743	26 075	150 348	139 889	129 430
Налог на добавленную стоимость	руб.	34 626 839	2 909 606	9 376 152	10 665 860	11 675 220
Итого	руб.	61 366 678	4 323 559	15 923 451	18 263 394	22 856 274

Источник: составлено автором

Далее рассмотрим 2 сценария финансирования – с использованием ЦФА и облигационного займа.

Таблица 7

Условия сценариев финансирования

	Сценарий 1 - ЦФА	Сценарий 2 - облигации
Объем выпуска/займа	50 млн. руб.	50 млн. руб.
Дата выпуска/оформления	05/2026	05/2026
Месяцев до погашения	35	35
Дата погашения	04/2029	04/2029
Купон/Доля, направляемая инвестору	35,5% от ежемесячной выручки	25% годовых
IRR инвестора	28%	28%

Источник: составлено автором

Сценарий 1 заключается в привлечении инвестиций через ЦФА, при условии, что инвестор получит целевую IRR равную 28%. Модель выплат

предполагает ежемесячное погашение тела займа и выплату ежемесячного дохода по ЦФА, который рассчитывается как доля от месячной выручки компании. При данной схеме выплат для поддержания целевого уровня доходности компании необходимо выплачивать 35,5% ежемесячной выручки.

Сценарий 2 использует в качестве инструмента финансирования облигационный займ на ту же сумму со ставкой 25% годовых, но с классической выплатой купонного дохода и погашением тела займа в конце срока.

Далее необходимо рассчитать рассмотренные ранее показатели эффективности проекта для обоих сценариев с разбивкой по годам (табл. 8).

Таблица 8

Результаты расчета показателей эффективности деятельности для двух сценариев финансирования

	Сценарий 1 ЦФА				Сценарий 2 Облигации			
	2026	2027	2028	2029	2026	2027	2028	2029
Коэффициент текущей ликвидности (CR), %	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Коэффициент быстрой ликвидности (QR), %	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Коэфф. оборачиваем. основных средств (FAT)	1,38	2,40	3,12	4,02	1,38	2,40	3,12	4,02
Коэфф. оборачиваем. активов (TAT)	0,39	1,12	1,12	0,84	0,37	0,85	0,71	0,93
Суммарные обязательства к активам (TD/TA), %	88,30%	46,03%	10,24%	0,00%	97,21%	69,73%	52,10%	0,00%
Долгоср. обязат. к активам (LTD/TA), %	88,30%	46,03%	10,24%	0,00%	97,21%	69,73%	52,10%	0,00%
Долгоср. обязат. к внеоборотн. акт. (LTD/FA), %	160,05%	104,83%	30,69%	0,00%	182,92%	209,66%	245,55%	0,00%
Суммарные обязательства к собств. кап. (TD/EQ), %	754,35%	85,30%	11,40%	0,00%	3486,53%	230,39%	108,77%	0,00%
Коэфф. рентабельности валовой прибыли (GPM), %	64,7%	64,2%	65,8%	66,7%	64,7%	64,2%	65,8%	66,7%
Коэфф. рентабельности чистой прибыли (NPM), %	30,4%	38,5%	37,3%	45,8%	7,5%	33,2%	35,5%	45,7%
Рентабельность продаж (ROS), %	51,2%	64,2%	65,8%	66,7%	51,2%	64,2%	65,8%	66,7%
Рентабельность активов (ROA), %	11,7%	43,3%	41,8%	38,3%	2,8%	28,3%	25,3%	42,5%
Рентабельность оборотных активов (RCA), %	26,1%	77,2%	62,7%	47,3%	6,0%	42,4%	32,1%	53,9%
Рентабельность внеоборотных активов (RFA), %	21,2%	98,6%	125,3%	201,6%	5,2%	85,0%	119,2%	201,3%
Рентабельность инвестиций (ROI), %	16,9%	85,2%	159,3%	258,2%	4,2%	63,1%	133,6%	232,3%
Рентабельность собственного капитала (ROE), %	100,0%	80,2%	46,5%	38,3%	100,0%	93,4%	52,8%	42,5%
Долг/собственный капитал	7,5	0,9	0,1	-	34,9	2,3	1,1	-
Долг/EBITDA	4,12	0,59	0,13	-	4,71	1,18	1,03	-
Долг/CFADS	(1,60)	1,08	0,34	-	(1,68)	1,82	1,80	-
EBIT/проценты	5	5	4	12	1	3	4	12

Источник: составлено автором

Получив показатели, было проведено сравнение показателей по двум сценариям и рассчитана разница между ними.

Сравнение показателей эффективности деятельности двух сценариев финансирования

	Сравнение сценариев ЦФА - Облигации			
	2026	2027	2028	2029
Коэффициент текущей ликвидности (CR), %	-	-	-	-
Коэффициент быстрой ликвидности (QR), %	-	-	-	-
Коэфф. оборачиваем. основных средств (FAT)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Коэфф. оборачиваем. активов (TAT)	1,4%	27,2%	40,8%	-9,3%
Суммарные обязательства к активам (TD/TA), %	-8,92%	-23,70%	-41,86%	0,00%
Долгоср. обязат. к активам (LTD/TA), %	-8,92%	-23,70%	-41,86%	0,00%
Долгоср. обязат. к внеоборотн. акт. (LTD/FA), %	-22,86%	-104,83%	-214,86%	0,00%
Суммарные обязательства к собств. кап. (TD/EQ), %	-2732,18%	-145,09%	-97,37%	0,00%
Коэфф. рентабельности валовой прибыли (GPM), %	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Коэфф. рентабельности чистой прибыли (NPM), %	22,86%	5,31%	1,81%	0,08%
Рентабельность продаж (ROS), %	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Рентабельность активов (ROA), %	8,92%	15,02%	16,48%	-4,19%
Рентабельность оборотных активов (RCA), %	20,16%	34,82%	30,57%	-6,58%
Рентабельность внеоборотных активов (RFA), %	15,97%	13,59%	6,08%	0,35%
Рентабельность инвестиций (ROI), %	12,69%	22,10%	25,70%	25,88%
Рентабельность собственного капитала (ROE), %	0,00%	-13,18%	-6,26%	-4,19%
Долг/собственный капитал	- 27,32	- 1,45	- 0,97	-
Долг/EBITDA	- 0,59	- 0,59	- 0,91	-
Долг/CFADS	0,08	- 0,74	- 1,46	-
EBIT/проценты	3,50	1,99	0,55	0,23

Источник: составлено автором

Как можно увидеть из таблицы, использование ЦФА как инструмента привлечения финансирования имеет определенные преимущества перед облигационным займом. Для удобства зеленым цветом отмечены ячейки, отражающие положительное влияние смены инструмента финансирования.

Основные коэффициенты ликвидности проекта не изменились, однако значительно увеличился показатель коэффициента оборачиваемости активов. Использование ЦФА позволило улучшить все показатели группы финансовой устойчивости и структуры капитала, а также большую часть показателей рентабельности проекта, при одинаковом уровне показателей GPM, ROS и ROE. Наконец, значительно улучшились показатели долговой нагрузки и обслуживания долга благодаря уникальным условиям погашения долга.

Таким образом, можно сделать вывод – ЦФА могут успешно дополнить или даже заменить традиционные финансовые активы в целях привлечения финансирования в организацию. Оценка влияния смены источника финансирования зависит от целей компании, а также ее отраслевой принадлежности через выбор интересующих коэффициентов и показателей эффективности деятельности, и может проводиться как внутренними специалистами компании, так и внешними.

Библиографический список:

1. Болтенков, А. Н. Теоретические аспекты применения коэффициентного анализа при оценке финансовой деятельности организации / А. Н. Болтенков, Р. А. Тедеева, А. Н. Ковалев // Вестник Белгородского университета кооперации, экономики и права. – 2017. – № 3(64). – С. 143-149. – EDN YNTOZJ.

2. Заров Илья Константинович «Цифровые финансовые активы как инструмент финансирования российского бизнеса» специальность 5.2.4 Финансы : диссертация на соискание ученой степени канд. экон. наук / Заров И.К. : Российский экономический университет имени Г. В. Плеханова, 2025. – 169 с. – URL: https://www.rea.ru/~file/195326/Zarov_dis_v3.pdf

3. Компанищенко, Н. Цифровые финансовые активы: что это и как с ними работать / Н. Компанищенко, Е. Шепелев // Тинькофф Журнал : [сайт]. – 2023. – 25 сентября. – URL: <https://journal.tinkoff.ru/guide/digital-financial-assets/>

4. Косорукова, И. В. Концепция финансовой модели анализа бизнеса и методика факторного анализа показателей стоимости бизнеса / И. В. Косорукова // Экономика и управление: проблемы, решения. – 2018. – Т. 6, № 10. – С. 10-18. – EDN YXTPPV.

5. Обзор финансовых инструментов за 2024 год [Электронный ресурс] – URL: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/55196/review_2024.pdf

6. Обзор финансовых инструментов за 2025 год [Электронный ресурс] – URL: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/59743/fi_review_2025.pdf

7. Предельные уровни нерегулируемых цен на электрическую энергию (мощность), дифференцированные по ценовым категориям [Электронный

ресурс] – URL: <https://mari-el.tns-e.ru/disclosure/raskrytie-informatsii-subektom-rynka-elektricheskoy-energii-moshchnosti/corp-governance-securities/raschet-predelnykh/>

8. Цифровые финансовые активы в России [Электронный ресурс] – URL: <https://cbonds.ru/dfa/>

9. Цифровые финансовые активы: обзор рынка в 2025 году [Электронный ресурс] – URL: <https://sbercib.ru/publication/tsifrovie-finansovie-aktivy-obzor-rynka-v-2025-godu>

References:

1. Boltenkov, A. N. Theoretical aspects of the use of coefficient analysis in assessing the financial performance of an organization / A. N. Boltenkov, R.A. Tedeeva, A. N. Kovalev // Bulletin of the Belgorod University of Cooperation, Economics and Law. – 2017. – № 3(64). – Pp. 143-149. – EDN YNTOZJ.

2. Ilya K. Zarov «Digital financial assets as a tool for financing Russian business» specialty 5.2.4 Finance : dissertation for the degree of Candidate of Economic Sciences / I.K. Zarov : Plekhanov Russian University of Economics, 2025. – 169 p. – URL: https://www.rea.ru/~file/195326/Zarov_dis_v3.pdf

3. Companishchenko, N. Digital financial assets: what is it and how to work with them / N. Companishchenko, E. Shepelev // Tinkoff Magazine : [website]. – 2023. – September 25. – URL: <https://journal.tinkoff.ru/guide/digital-financial-assets/>

4. Kosorukova, I. V. The concept of the financial model of business analysis and the methodology of factor analysis of business value indicators / I. V. Kosorukova // Economics and management: problems, solutions. – 2018. – Vol. 6, № 10. – pp. 10-18. – EDN YXTPPV.

5. Review of financial instruments for 2024 [Electronic resource] – URL: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/55196/review_2024.pdf

6. Review of financial instruments for 2025 [Electronic resource] – URL: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/59743/fi_review_2025.pdf

7. Marginal levels of unregulated prices for electric energy (capacity), differentiated by price categories [Electronic resource] – URL: <https://mari-el.tns->

e.ru/disclosure/raskrytie-informatsii-subektom-rynka-elektricheskoy-energii-moshchnosti/corp-governance-securities/raschet-predelnykh/

8. Digital financial assets in Russia [Electronic resource] – URL: <https://cbonds.ru/dfa/>

9. Digital financial assets: market overview in 2025 [Electronic resource] – URL: <https://sbercib.ru/publication/tsifrovie-finansovie-aktivi-obzor-rinka-v-2025-godu>

Для цитирования: Пак В.И., Сравнительная оценка использования традиционных финансовых инструментов и ЦФА как источников финансирования компании / Российский экономический интернет-журнал. – 2026. – № 2. URL:

© Пак В.И., Российский экономический интернет-журнал 2026, № 2