

# Система управления инвестиционным капиталом: требования к формированию и специфика функционирования в российских компаниях

Шестаков Иван Дмитриевич 

магистрант,

Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Ярославский филиал, г. Ярославль, Россия

E-mail: shestakovid0@gmail.com

Патрушева Елена Григорьевна 

Доктор экономических наук, профессор,

Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Ярославский филиал, г. Ярославль, Россия

E-mail: patr5@yandex.ru

## КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА.

инвестиционный капитал, система управления капиталом, подсистема привлечения капитала, подсистема использования капитала, экономическая добавленная стоимость, формирование системы управления капиталом в современных экономических условиях

## АННОТАЦИЯ.

В статье представлено авторское видение системы управления инвестиционным капиталом компаний, включающей две подсистемы – его привлечения и использования. Представлены элементы, возникающие взаимосвязи и ключевые показатели каждой подсистемы. В качестве целевого показателя функционирования всей системы определена экономическая добавленная стоимость, формируемая на основе ключевых показателей этой системы и отражающая динамику стоимости бизнеса. Предложенные положения рекомендованы для использования как при формировании систем управления капиталом организаций, так и оценке их результативности. Актуализировано внимание к процессам управления инвестиционным капиталом в современных отечественных условиях, когда высокие ставки и ограничения в объемах привлекаемого капитала соседствуют с проблемами операционной эффективности, вызванными экономическими санкциями и инфляционным фактором. На примере компании ПАО «Северсталь» показано, как в названных условиях отечественная компания управляет инвестиционным капиталом, принимая компромиссные решения и корректируя тактические целевые ориентиры, зачастую входящие в конфликт с принятыми в мировой управленческой практике положениями при стремлении к достижению стратегической цели – росту стоимости бизнеса. Даны оценка принятых стратегически планов развития компании, выполнены прогнозы и сделаны предложения по корректировке решений в системе управления инвестиционным капиталом, которые ориентированы в перспективе на улучшение значения экономической добавленной стоимости. Показано при этом, что в обозримом будущем прироста стоимости компании ожидать не приходится. Перелом сложившихся тенденций может произойти только при восстановлении свободного рынка капитала, снятии экономических санкций, использовании бюджетных средств для поддержки гражданского, прежде всего обрабатывающего, сектора экономики.

JEL codes: D22; D25; G32

DOI: <https://doi.org/10.52957/2221-3260-2025-8-141-156>

Для цитирования: Шестаков, И.Д. Система управления инвестиционным капиталом: требования к формированию и специфика функционирования в российских компаниях / И.Д. Шестаков, Е.Г. Патрушева - Текст : электронный // Теоретическая экономика. - 2025 - №8. - С.141-156. - URL: <http://www.theoreticaleconomy.ru> (Дата публикации: 30.08.2025)

## Введение

Эффективная инвестиционная деятельность является одним из определяющих факторов развития организаций, регионов и всего государства в целом. Инвестиционный процесс

рассматривается как двухэтапный, включающий выбор объекта вложения и формирование источника его финансирования. Этот источник, получивший в профессиональной литературе название «инвестиционный капитал», стал объектом рассмотрения в данном исследовании.

Процессы управления инвестиционным капиталом играют важную роль в системе стоимостного управления бизнесом (VBM, Value Based Management), формируя на основе эффективной инвестиционной деятельности условия роста его стоимости, т.е. обеспечивая достижение стратегической цели управления компаниями в современной экономике.

Опубликованные в аналитической записке Банка России под редакцией Н. Карлова и Е. Пузановой результаты проведенных в 2022 г. опросов менеджмента предприятий о динамике инвестиционной активности отражены на рисунках 1 и 2.

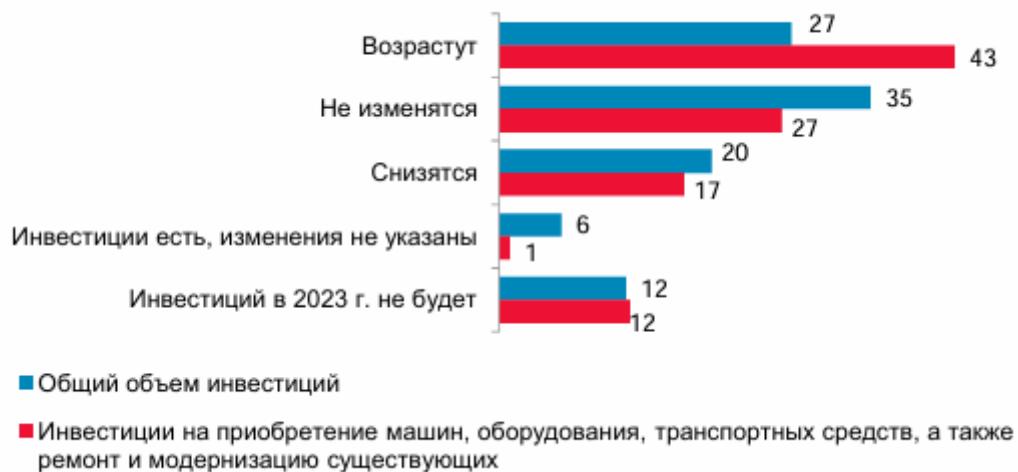


Рисунок 1 – Ожидания изменения инвестиционных расходов по сравнению с предыдущими годами [1]

Результаты опроса указывали на усиление инвестиционной активности промышленных предприятий в 2023 г. по сравнению с 2022 г.



Рисунок 2 – Ожидаемая структура источников финансирования инвестиционной деятельности организации[1]

При этом основным планируемым источником финансирования инвестиционной деятельности организаций в 2023 году названы их собственные средства. Это было доступно, т.к. около 70% предприятий считали себя прибыльными по итогам 2022 г. и ценили свойственную собственным

источникам высокую степень гибкости, создающую защитный механизм, позволяющий компаниям более эффективно реагировать на внешние потрясения. Внешние источники финансирования рассматривалась бизнесом как дополнительная, но еще доступная опция для инвестирования, которая обычно используется наряду с собственными средствами. В 2023 году треть компаний планировала обратиться к таким источникам. Наиболее распространенным вариантом внешнего финансирования рассматривалось банковское кредитование, на которое полагались 29% организаций.

Ситуация в 2023 -2024 гг. оказалась более напряженной в связи со снижением государственной поддержки инвестиционных проектов, высокими ставками по долговому капиталу, что потребовало делать акцент на собственные источники (прибыль). Вместе с тем имело место падение рентабельности операционной деятельности многих предприятий, вызванное как ухудшением делового климата, так и высокой ценовой инфляцией закупок, а с 2025 года и усилением налогового давления. В условиях высоких рисков и темпов инфляции, превышающих потенциальный процентный доход от инвестирования, национальный капитал не пришел на замену утраченных иностранных инвестиций. Все это обусловило снижение инвестиционной активности (заметим, что фиксируемый статистикой рост приводится без учета инфляционного фактора), проявление осторожности при принятии решений в отношении новых проектов, продолжение (а в ряде случаев приостановление) финансирования уже реализуемых проектов. Большая часть инвестиционного капитала начала расходоваться на ремонт и модернизацию старых основных фондов, а не на покупку нового оборудования, что сдерживает рост эффективности бизнеса.

Создавшиеся в современных экономических условиях ограничения финансовых источников финансирования развития актуализируют внимание к управлению инвестиционным капиталом на российских предприятиях. Можно утверждать, что на многих из них, в том числе и крупных, менеджмент капитала остается проблемным. Нами неоднократно в последние 15 лет диагностировался высокий финансовый рычаг у ведущих отечественных компаний. При этом они получали долговой капитал с неадекватно низкими процентными ставками и имели низкий уровень отдачи капитала (его рентабельности). Складывающийся высокий финансовый риск объективно обусловливал и высокие значения цены собственного, следовательно, средневзвешенной цены капитала. Все это замедляло темпы роста (либо приводило к потере) стоимости компаний и капитализации фондового рынка страны в целом [2,3,4].

### **Методика исследования**

Нельзя не отметить внимание к вопросам оценки и управления инвестиционным капиталом в исследованиях многочисленных авторов как зарубежных [5,6,7], так и отечественных [8,9,10,11,12,13,14,15,16]. Так, в них обсуждаются вопросы понимания сущности капитала и подходов к выбору объектов вложения [8,12,16]. Многочисленные труды посвящены исследованию отдельных характеристик капитала, прежде всего важнейших из них – структуры и цены [9,10,11,12], а также на их основе процессов формирования капитала [13,14,15]. Актуализированы в последние десятилетия проблемы оценки стоимости капитала, имеющие ключевое значение в реализации стратегического управления бизнесом на основе упомянутой выше концепции роста его стоимости [5,6,7,17,18,19,20].

Вместе с тем, обсуждение проблем формирования и использования капитала носит преимущественно фрагментарный характер, т.е. рассматриваются отдельные процессы, показатели, критерии принятия решений, что не позволяет ввести в практику менеджмента компанийенную систематизацию методов, инструментов и критериев управления капиталом. Названные причины ограничивают достижение необходимых результатов в управлении инвестиционным капиталом в организациях, хотя актуальность привлечения источников финансирования инвестиций и более эффективного использования каждого рубля вложений в настоящее время лишь возрастает. Проблема влияния финансовых ограничений на инвестиционную деятельность компаний изучена в ряде исследований [21,22,23], где сделан вывод о том, что эти ограничения значительно увеличивают вероятность ухода с рынка, имея положительное влияние на рост производительности лишь в

краткосрочной перспективе. При этом чувствительность инвестиций к денежному потоку имеет тенденцию к монотонному росту с усилением внешних финансовых ограничений, с которыми сталкиваются компании. Обозначенная проблема приобретает особую значимость для российских предприятий в современных экономических условиях, когда финансовые ограничения, вызванные падением под влиянием санкционного давления рентабельности многих российских предприятий, бюджетных возможностей государства, а также потоков зарубежных инвестиций заставляет акцентировать внимание на эффективном использовании каждого рубля привлеченного капитала.

Все сказанное требует, с одной стороны, теоретической и методической систематизации процессов управления капиталом и осмыслиения особенностей их осуществления в сложившихся для отечественных предприятий современных условиях.

Полагаем, что необходимо рассматривать процесс управления инвестиционным капиталом как систему, включающую две тесно взаимодействующие подсистемы с относительно автономным функционалом: подсистему его привлечения и подсистему использования. Такое разделение при сохранении системного единства позволяет более целенаправленно и углубленно решать частные задачи управления капиталом и формировать необходимую специализацию управленческих кадров.

Подсистема управления привлечением инвестиционного капитала организации (рисунок 3), как она видится авторам данного исследования, должна включать решения, регулирующие процесс формирования инвестиционных ресурсов.



**Рисунок 3 – Подсистема управления привлечением инвестиционного капитала**

Источник: составлено авторами

Из приведенного рисунка видно, что на первоначальном этапе формирования инвестиционного капитала необходимо определиться с источниками и объемами привлечения инвестиционных ресурсов, их структурой, на основании чего могут проводиться а) оценка финансового риска, носителем которого выступает долговой капитал, б) определение цены привлекаемого комбинированного капитала (WACC, Waited Average Cost of Capital), присутствие в котором более дешевого, чем собственный капитал, долга, с одной стороны, снижает WACC, с другой добавляет финансовый риск и наращивает цену, в) выдвижение рекомендаций по оптимизации структуры т.е. нахождение консенсуса цены и риска.

Таким образом, система управления привлечением инвестиционного капитала организации призвана решать следующие задачи:

1. Формирование объема инвестиционных ресурсов, достаточного для обеспечения и поддержания темпов экономического роста организации.
2. Снижение его средневзвешенной цены путем формирования оптимальной структуры, т.е. соотношения заемных и собственных источников финансирования.
3. Выстраивание в организации системы контроля над процессами формирования инвестиционного капитала организации, которая позволит предотвратить потерю финансовой устойчивости предприятия и сохранить за первоначальными учредителями бизнеса их права собственности.
4. Обеспечение финансовой гибкости организации в том случае, когда для срочной реализации новых высокодоходных инвестиционных проектов требуется умение предприятия привлекать необходимый объем инвестиционного капитала.
5. Обеспечение инвестиционной привлекательности компании – для привлечения капитала от собственников и кредиторов.

Как следствие, ключевыми характеристиками и показателями функционирования подсистемы привлечения капитала, с нашей точки зрения, может служить их комплекс, приведенный в таблице 1.

**Таблица 1 – Ключевые характеристики и показатели подсистемы привлечения капитала**

Ключевые характеристики	Показатель	Целевое значение
Структура капитала	Финансовый рычаг, отношение долгового капитала к собственному (D/E)	Значение не более 1, обеспечивающее допустимый уровень финансового риска
	Сила финансового рычага - соотношение процентных изменений чистой и операционной прибыли (DFL, Degree Financial Leveradge). Говорит о возможности покрытия процентных платежей по долговому капиталу операционным финансовым результатом и является измерителем финансового риска.	Не выше 2,0 для небольших по капитализации компаний; не выше 3,0 при высокой капитализации компаний
	Эффект финансового рычага (ЭФР), представляет собой приращение рентабельности собственного капитала, обеспечиваемое присутствием долгового капитала.	Максимальное положительное значение
Стоимость привлечения капитала	Цена капитала, т.е. стоимость его привлечения в относительном выражении (WACC, Waited Avaradge Cost of Capital), сумма произведений цены данного вида капитала на его долю в общей стоимости комбинированного капитала	Минимальное значение

Источник: составлено авторами

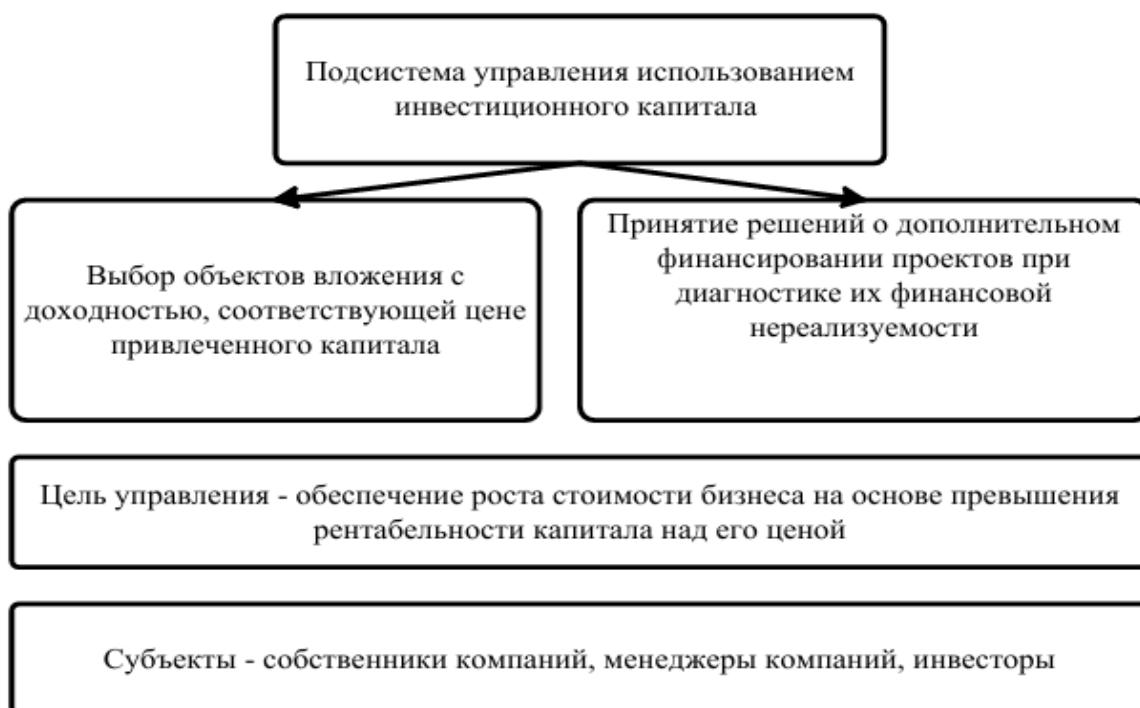
Подсистема управления использованием капитала (рисунок 4), в свою очередь, должна быть ориентирована на его вложение в стратегически важные проекты организации с учетом превышения доходности этих проектов над ценой капитала. При этом при финансовом моделировании проектов должна решаться задача обеспечения их финансовой реализуемости, т.е. отсутствия как на проектном, так и операционном этапе, денежного дефицита. Результаты функционирования этой подсистемы предлагается оценивать на основе приведенных в таблице 2 показателей.

Первым ключевым показателем этой подсистемы должна служить рентабельность инвестиционного капитала, т.е. эффективность его использования (ROIC, Return on Investment Capital), которая не только должна иметь положительное значение, но, более того, превышать затраты на привлечение капитала (средневзвешенную цену).

Как следствие, вторым ключевым показателем подсистемы использования капитала становится экономическая добавленная стоимость (EVA, Economic Value Added), символизирующая при ее положительном значении прирост стоимости капитала, а, значит, и стоимости использующего этот капитал бизнеса:

$$EVA = ICo * (ROIC - WACC) > 0,$$

где ICo (Investment Capital) – первоначальная стоимость инвестиционного капитала.



**Рисунок 4** – Подсистема управления использованием инвестиционного капитала

Источник: составлено авторами

**Таблица 2** – Ключевые характеристики и показатели подсистемы использования капитала

Ключевая характеристика	Показатель	Целевое значение
Эффективность капитала	Рентабельность капитала, ROIC	Значение, превышающее цену капитала (благодаря отбору и реализации проектов с высокой доходностью)
Прирост стоимости компании	Экономическая добавленная стоимость (EVA), представляющая собой произведение начальной стоимости капитала на спред его рентабельности и цены	Положительное значение

Источник: составлено авторами

Таким образом, показатель EVA становится в итоге результирующим измерителем функционирования всей системы управления капиталом. Его суть, способы измерения, достоинства

и ограничения обсуждались в ряде уже упомянутых нами выше исследований. Заметим лишь, что его несомненным достоинством является возможности наблюдать и прогнозировать динамику стоимости бизнеса при достаточно несложных вычислительных процедурах.

### Результаты

Сформированные положения могут быть положены как в основу формирования системы управления инвестиционным капиталом с ориентиром на рост стоимости компании, так и в основу анализа и выявления специфики складывающихся процессов управления капиталом на российских предприятиях.

Выполним эти задачи применительно к ПАО «Северсталь», публичной компании, работающей в сфере с достаточно высокой деловой активностью и активно взаимодействующей с рынком капитала. До недавнего времени, опираясь на благоприятную рыночную конъюнктуру, она обладала высокой операционной эффективностью, что позволяло ей сохранять приемлемый финансовый рычаг и вести активную инвестиционную деятельность.

В таблице 3 приведены ключевые характеристики привлечения капитала ПАО «Северсталь».

**Таблица 3 – Показатели привлечения капитала ПАО «Северсталь» за 2022-2024 гг.**

Показатели	2022 г.	2023 г.	2024 г.
Собственный капитал, тыс. руб.	421 918 804	582 121 856	438 690 288
Заемный капитал, тыс. руб.	176 739 898	224 759 220	173 447 885
Инвестиционный капитал, тыс. руб.	598 658 702	806 881 076	612 138 173
Доля собственного капитала (Ws)	0,705	0,721	0,717
Доля долга (Wd)	0,295	0,279	0,283
Процентная ставка по долговому капиталу (Kd), %	5,73	3,45	4,70
Цена долга, %	4,58	2,76	3,76
Цена собственного капитала, %	11,24	18,53	21,57
Средневзвешенная цена капитала, WACC, %	9,28	14,14	16,52

*Источник: составлено авторами*

Приоритетная цель на купирование финансового риска отражена в уровне и динамике показателя силы финансового рычага (таблица 4).

**Таблица 4 – Характеристика финансового риска компании в 2024 г.**

Показатели	ПАО «Северсталь»
Операционная прибыль, ЕБИТ, тыс.руб.	119 586 694
Проценты к уплате, тыс.руб.	8 157 839
Сила финансового рычага, DFL	1,07

*Источник: составлено авторами*

Компания привлекала долговой капитала по несвойственным отечественному рынку низким ставкам, что позволяло ей иметь небольшой финансовый рычаг,. Структура кредитов и займов ПАО «Северсталь» представлена в таблице 5.

Что касается еврооблигаций, то в результате введения обширных санкций в отношении России и самой компании, ПАО «Северсталь» не произвело выплат держателям активов со сроком погашения в 2022 и 2024 годах в соответствие с графиком платежей и первоначальными условиями. Однако далее было получено согласие на выплату обязательств по еврооблигациям путем прямого

перечисления денежных средств их держателям в рублях. На конец 2024 года сумма непогашенной задолженности, связанной с еврооблигациями, составляла 25 477 млн рублей и была представлена в составе краткосрочных обязательств в балансе организации.

**Таблица 5 – Кредиты и займы ПАО «Северсталь»[24]**

Вид долгового капитала	Валюта	Процентная ставка, %	Дата		
			31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024
Еврооблигации 2022	Долл. США	5,9	14877535	18970548	21506925
Еврооблигации 2024	Долл. США	3,15	57315533	73747606	25476772
Рублевые облигации 2024	Рубли	8,65	10208541	10210911	423110
Рублевые облигации 2026	Рубли	8,65	15327030	15330584	15338300
Займы:					
Дочерние предприятия и предприятия, контролируемые дочерними	Рубли		74582654	62427219	70371511
Дочерние предприятия и предприятия, контролируемые дочерними	Евро		4426985	3809451	2522
Другие предприятия	Рубли			262079	299365
Банковские кредиты	Рубли		1620	40000822	40000859
Прочие займы					28521
Итого, тыс. руб.			176739898	224759220	173447885

*Источник: составлено авторами*

Низкое значение финансового рычага имеет и свое отрицательное свойство: ПАО «Северсталь», сохраняя высокую (и возрастающую с течением времени) долю собственного капитала, ограничивала инвестиционную активность и повышала за счет этого средневзвешенную цену капитала. Нелогичная с точки зрения теоретико-методических положений политика формирования капитала была вынужденной, поскольку приоритетной целью (что объяснимо) стало сохранение финансовой устойчивости в условиях, когда снижалась отраслевая деловая активность при нарастании и так изначально высоких ставок долга.

Показатели использования капитала оказались еще более проблематичными в обсуждаемой компании (таблица 6).

**Таблица 6 – Расчет рентабельности капитала и экономической добавленной стоимости ПАО «Северсталь» за 2022-2024 гг.**

Показатель	2022 год	2023 год	2024 год
Инвестиционный капитала, тыс. руб.	598658702	806881076	612138173
Рентабельность инвестиционного капитала, ROIC, %	14,51	17,05	15,63
Средневзвешенная цена капитала, WACC, %	9,28	14,14	16,52

Показатель	2022 год	2023 год	2024 год
Спред, (ROIC-WACC), %	5,23	2,91	-0,89
Экономическая добавленная стоимость, EVA, тыс. руб.	31309850,11	23480239,31	-5448029,74

Источник: составлено авторами с использованием [24]

Рентабельность капитала компании, пройдя через пик значения в 2023 году, под влиянием неблагоприятного изменения рыночной конъюнктуры упала в 2024 г. Положительная динамика стоимости ПАО «Северсталь» в 2022-23 гг. (хотя абсолютный прирост сократился) сменилась на потерю стоимости в 2024 г. Рентабельность капитала не смогла перекрыть издержки по его привлечению. Как следствие, факт снижения уровня истинной стоимости компании отрицательно сказался на ее капитализации.

Рассматривая возможности перелома сложившейся тенденции, следует учесть следующие положения:

1. Снижение цены инвестиционного капитала компания может проходить за счет увеличения доли долгового капитала. Ожидаемое снижение процентных ставок (первый шаг сделан в июне 2025 года) вызовет последовательное сокращение уровня ставки купонного дохода государственных облигаций и, как следствие, снижение цены и собственного, и долгового капитала, что вместе с решением об изменении структуры комбинированного капитала в пользу более дешевого заемного приведет к некоторому купированию уровня WACC. Однако в компании следует ожидать и отрицательного влияния на этот показатель изменения источников заимствования.

2. Для понимания возможностей наращивания рентабельности капитала следует опереться на факторную модель вида:

$$ROIC = ROS * TR,$$

где ROS – рентабельность продаж,

TR – коэффициент оборачиваемости капитала.

Специфика сферы деятельности компании обуславливает ее высокую капиталоемкость, следовательно основной путь наращивания рентабельности капитала стоит видеть не в ускорении оборота капитала, а в наращивании операционной рентабельности, которая должна соответствовать вызовам времени. При этом заметим, что за период 2023-2024 гг. рентабельность продаж компании снизилась с 20,02% до 13,21%.

Рассмотрим теперь реализацию этих положений в принятой компанией стратегии своего развития [25]. В ней заложен акцент на рост продаж, что естественно, который становится основным драйвером роста рентабельности. Однако это невозможно сделать только за счет коммерческой стали, сокращение потребления которой имеет место как на внутреннем российском рынке, так на рынке основного экспортёра отечественной стали – Китае. Эти же обстоятельства не позволяют ожидать наращивание выручки за счет ценового фактора.

Учитывая тот факт, что компания ПАО «Северсталь» представляет собой вертикально-интегрированную бизнес-систему, которая контролирует все этапы производства и имеет собственную сырьевую базу, для увеличения выручки стоит сделать акцент именно на продажах продукции с высокой добавленной стоимостью, к которой относятся металлоконструкции, трубы, метизы. Задачу роста объемов продаж названных позиций решает приобретение в 2024 году дистрибуционного бизнеса Корпорации «А ГРУПП», одной из крупнейших сервисных корпораций России, лидера среди российских металлотрейдеров в трубной отрасли. В стратегических планах ПАО «Северсталь» намечен рост консолидированных продаж металлопродукции к 2028 году до 13,3 млн т против 10,7 млн т в 2023 году. Ожидаемый прирост в 2,6 млн т включает в себя 0,9 млн т товарного чугуна, остальной объем будет обусловлен функционированием упомянутого выше дистрибуционного бизнеса.

Заметим при этом, что крупных инвестиционных расходов для достижения этой цели не понадобится, поскольку у ПАО «Северсталь» уже есть сформированная бизнес-система, которая лишь нуждается в поддержании и расширении существующих мощностей.

Одной из ключевых целей стратегии ПАО «Северсталь» стало лидерство среди компаний-конкурентов по себестоимости. Как видно по данным отчетности компаний ПАО «Северсталь» и его ближайшего конкурента ПАО «НЛМК» за 2024 год, отрыв по доле себестоимости в выручке составил около 10% в пользу ПАО «Северсталь». В стратегии заложено снижение себестоимости чугуна за счет замены при его производстве угля на природный газ, а также снижение себестоимости стали в результате реализации инноваций.

Для реализации стратегических целей развития бизнеса потребуется наращивание капитальных затрат, динамика которых приведена на рисунке 5.

Отметим, что капитальные затраты в стратегических планах компании разделены на два направления: первый на поддержание и завершение ранее запущенных проектов, а второй на реализацию новых.

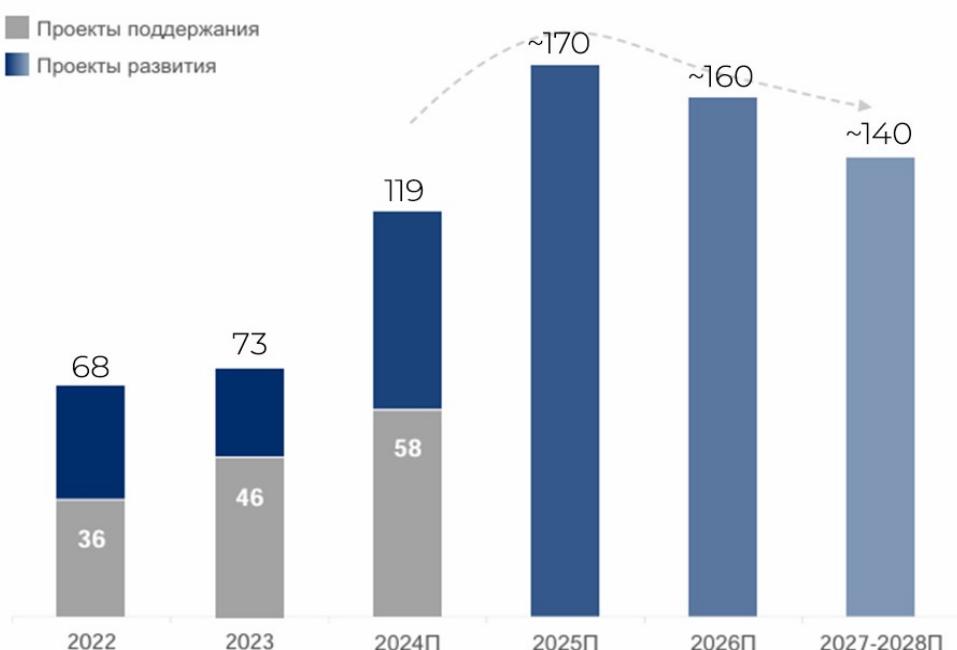


Рисунок 5 – Динамика капитальных затрат ПАО «Северсталь»[25]

Если в 2023 г. инвестиции в проекты развития составляли 73 млрд руб., то в 2024 г. их сумма выросла до 119 млрд руб., а в 2025 году намечен рост до 170 млрд руб. При этом на 2025 г. придется пик инвестиционных расходов, которые начнут снижаться приблизительно до 160 млрд руб. в 2026 г. и до 140 млрд руб. в 2027-2028 гг. Наиболее крупным проектом является строительство цеха по производству окатышей мощностью около 10 млн т в г. Череповец, на который в 2024-2028 гг. планируется потратить 97 млрд руб. Таким образом, наблюдается неравномерность объемов капитальных затрат на протяжении периода стратегического планирования, что будет вызывать изменение показателей привлечения и использования инвестиционного капитала и отрицательно отражается на рыночной стоимости бизнеса. Следует стремиться к выравниванию плановых сумм капитальных вложений, сохраняя их динамику равной динамике стоимости собственного капитала.

Выполненные нами оценки ожидаемых показателей рентабельности инвестиционного капитала при реализации изложенной стратегии ПАО «Северсталь» представлены в таблице 7 (с учетом последовательного нарастания суммы инвестиционного капитала).

**Таблица 7** – Плановые показатели рентабельности инвестиционного капитала ПАО «Северсталь»

Показатель	2024 год	2025 год	2026 год	2027 год	2028 год
Сумма инвестиционного капитала, тыс. руб.	612138173	732138173	852138173	972138173	1092138173
Объем продаж стальной продукции, млн т	10,9	11,45	12,02	12,62	13,3
Выручка, тыс. руб.	723962971	796359268	875995194	963594714	1059954186
Полная себестоимость, тыс. руб.	604376277	672585317	731530996	795539958	854976852
Операционная прибыль, EBIT, тыс. руб.	119586694	123773951	144464199	168054756	204977334
Чистая операционная прибыль, NOPAT, тыс. руб.	95669355	92830463	108348149	126041067	153733000
Рентабельность продаж, ROS, %	13,21	11,66	12,37	13,08	14,50
Коэффициент оборачиваемости капитала, Коб	1,18	1,09	1,03	0,99	0,97
Рентабельность капитала, ROIC, %	15,63	12,68	12,71	12,97	14,08

Источник: составлено авторами с использованием [25]

Как видно, из расчета плановых показателей деятельности ПАО «Северсталь», несмотря на рост выручки и снижение в ней доли себестоимости, показатель рентабельности капитала в 2028 году будет ниже, чем в 2024 году. Это вызвано, во-первых, ростом ставки налога на прибыль с 1 января 2025 года, во-вторых, падением коэффициента оборачиваемости, поскольку отдача от капитальных вложений в виде выручки отстает по времени отложения инвестиционного капитала, наконец, инфляционными процессами. При этом виден последовательный рост рентабельности капитала с 2025 по 2028 гг.

Для реализации стратегии развития ПАО «Северсталь» потребуется увеличение доли привлекаемого заемного капитала, которая не вызовет опасного роста финансового риска, но позитивно скажется на уровне средневзвешенной цены капитала.

На основании вышеописанных данных, рассчитаем приблизительную ставку по долговому капиталу. Нами допущена доля банковского кредитования в общей структуре капитала на уровне 25-30%, что на 5 п.п. больше, чем в 2023 и в 2024 году. Она будет и дальше расти ежегодно, поскольку потребуется значительный прирост инвестиционного капитала для реализации принятой стратегии. Если структура займов ПАО «Северсталь» к концу 2028 года будет такой, что доли займов, полученных на открытом рынке капитала и займов, выданных дочерними организациями, будут выравниваться, ставка по долговому капиталу ПАО «Северсталь» в 2025 году будет находиться на уровне 9% и её ежегодные темпы прироста будут составлять в районе 10 %.

Показатели цены капитала, полученные в результате предлагаемых изменений, представлены в таблице 8.

**Таблица 8** – Данные для расчета ключевых плановых показателей привлечения капитала ПАО «Северсталь»

Показатель	2024 год	2025 год	2026 год	2027 год	2028 год
Инвестиционный капитал, тыс. руб.	612138173	732138173	852138173	972138173	1092138173
Стоимость собственного капитала, тыс. руб.	438690288	507811037	570932575	631889812	655282904

Показатель	2024 год	2025 год	2026 год	2027 год	2028 год
Стоимость долгового капитала, тыс. руб.	173447885	224327136	281205597	340248361	436855269
Доля собственного капитала	0,717	0,694	0,67	0,65	0,6
Доля долгового капитала	0,283	0,306	0,33	0,35	0,4
Процентная ставка по долговому капиталу (Kd), %	4,70	9,00	9,99	10,99	12,09
Проценты к уплате, тыс. руб.	8 157 839	20 189 442	28 092 439	37 389 892	52 806 628
Финансовый рычаг, D/S	0,40	0,442	0,493	0,538	0,667
Налоговый корректор	0,8	0,75	0,75	0,75	0,75
Цена собственного капитала, %	21,57	20,00	20,00	20,00	20,00

Источник: составлено авторами с использованием [10,25,26]

В таблице 9 представлены плановые показатели привлечения капитала ПАО «Северсталь».

**Таблица 9 – Плановые ключевые показатели привлечения капитала ПАО «Северсталь»**

Показатель	2024 год	2025 год	2026 год	2027 год	2028 год
Сила финансового рычага, DFL	1,073	1,195	1,241	1,286	1,347
Эффект финансового рычага, ЭФР	4,69	2,62	2,57	2,54	3,34
Средневзвешенная цена капитала, WACC, %	16,53	15,94	15,87	15,88	15,63

Источник: составлено авторами

Исходя из полученных значений показателей, можно судить о повышении эффективности привлечения инвестиционного капитала ПАО «Северсталь» после реализации предложенных мероприятий. Это видно по убывающей динамике средневзвешенной цены капитала, в среднем данный показатель будет уменьшаться на 1,09 п.п в год. При этом несмотря на увеличение доли заемных средств финансовый риск останется на приемлемом уровне. Об этом свидетельствует допустимое прогнозируемое значение показатели силы финансового рычага. Плановые значения показателя эффекта финансового рычага сохраняют положительный уровень.

Расчет плановых показателей экономической добавленной стоимости представлен в таблице 10.

**Таблица 10 – Плановые показатели экономической добавленной стоимости ПАО «Северсталь»**

Показатель	2024 год	2025 год	2026 год	2027 год	2028 год
Инвестиционный капитал, тыс. руб.	612138 173	732 138 173	852 138 173	972 138 173	1092138173
Рентабельность инвестиционного капитала, ROIC, %	15,63	12,68	12,71	12,97	14,08
Средневзвешенная цена капитала, WACC, %	16,53	15,94	15,87	15,88	15,63

Показатель	2024 год	2025 год	2026 год	2027 год	2028 год
Экономическая добавленная стоимость, EVA, тыс. руб.	-5509243,557	-23867704,44	-26927566,27	-28289220,83	-16928141,7

Источник: составлено авторами

Исходя из данных, продемонстрированных в этой таблице, можно прийти к неоднозначным выводам. В перспективе компании удастся преодолеть негативные факторы, влияющие на операционную деятельность, и обеспечить рост рентабельности капитала. Решения относительно изменения структуры капитала и снижение учетной ставки позволяют снизить средневзвешенную цену капитала. Однако в прогнозируемом периоде показатель EVA не принимает положительных значений, что говорит о пролонгации процессов потери стоимости компании, хотя и с уменьшением ежегодной суммы ее снижения.

### Выводы

1. Управление инвестиционным капиталом компаний в странах с развитой экономикой ориентировано на рост стоимости бизнеса, что является более совершенным измерителем результатов деятельности, чем прибыль, т.к. опирается на развитие бизнеса и взаимосвязь операционной эффективности с осуществляющей инвестиционной деятельностью. Достижение этой цели требует привлечения капитала с минимальной ценой при ограничении финансового риска и получения наибольшей отдачи при использовании инвестиционного капитала. В соответствие с этими положениями должна быть организована система управления инвестиционным капиталом компаний.

2. Специфика современной экономической ситуации в условиях давления санкций и ограничений бюджетной поддержки бизнеса заставляет менеджмент компаний искать управленческие компромиссы, сглаживающие влияние негативных факторов на целевые ориентиры.

3. Успешность (минимизация потерь) принятия решений в рамках названных компромиссов требует понимания взаимосвязей экономических показателей, оценивающих результаты привлечения и использования капитала, обоснования их уровня и грамотного выбора определяющих этот уровень факторов.

4. Состояние внешней среды функционирования бизнеса в настоящее время таково, что обеспечение роста стоимости бизнеса представляется трудновыполнимой задачей для менеджмента большинства российских компаний. Для перелома этой негативной тенденции необходим возврат свободного рынка капитала, снятие экономических санкций, использование бюджетных средств для поддержки гражданского, прежде всего обрабатывающего, сектора экономики.

## СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Инвестиционная активность в промышленности в 2023 году: результаты опроса предприятий: [Электронный ресурс]. – Текст: электронный. – URL: [https://cbr.ru/Content/Document/File/158056/analytic\\_note\\_20240109\\_dip.pdf](https://cbr.ru/Content/Document/File/158056/analytic_note_20240109_dip.pdf) (дата обращения 08.01.2025).
2. Патрушева Е.Г. Игольников И.Г. Исследование взаимосвязи инвестиционной деятельности российских предприятий и роста их стоимости// Вестник Ярославского государственного университета. 2010. №3. С.108-115.
3. Патрушева Е.Г. Парадоксы проявления эффекта финансового рычага в российских компаниях// Вестник Ярославского университета. Ярославль. 2013. № 3. С.143-148.
4. Патрушева Е.Г. Почему падает стоимость российских машиностроительных компаний?// Теоретическая экономика. Научный электронный экономический журнал.. – 2020. - №4. - С. 44-52.
5. Sharpe W.F. Capital Assets Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk // The Journal of Finance.- 1964.- 3(19). С. 425–442.
6. Damodaran A. Investment valuation: Tools and methods for evaluating any assets. – Moscow, Alpina Business Books. - 2005. - 998 p.
7. Дамодаран, А. Оценка стоимости активов / А. Дамодаран [пер. с англ. П. А. Самсонов]. - Минск : Попурри.- 2012. – 269 с.
8. Гукова А. В. Инвестиционный капитал предприятия: теоретические аспекты управления / Л. В. Гукова // Экономический анализ: теория и практика. – 2008. – № 4(109). – С. 26-31.
9. Коржнев С.В. Оценка динамики средневзвешенной стоимости капитала крупнейших российских компаний после 2022 г./Вестник университета. 2024.- № 12. - С. 146–152.
10. Воронов Д. С., Раменская Л. А. Оценка стоимости капитала и ставки дисконтирования на базе российской финансовой статистики // Journal of New Economy, - 2023. - №. 1. - С. 50–80.
11. Пудовкина О.Е., Шарохина С.В. Управление структурой капитала. E-SCIO. – 2019. - 10(37). - С.44-49.
12. Комарова, А. Г. Проблема развития инвестиционной стратегии компаний в России / А. Г. Комарова, И. В. Охотников, И. В. Сибирко // Russian Economic Bulletin. – 2019. – Т. 2, № 6. – С. 260-263.
13. Гукова А. В. Управление формированием инвестиционного капитала предприятия: Монография / Под ред. А.Ю. Егорова и М.В. Конотопова. – М. : Издательство “Палеотип”. 2004. - 200 С.
14. Кулина И.Н. Управление формированием инвестиционного капитала предприятия : автореферат дис. ... кандидата экономических наук : 08.00.05 / Гос. акад. проф. переподготовки и повышения квалификации руководящих работников и специалистов инвестиц. сферы. — Москва, 2006. — 23 с.
15. Гукова А. В. Инвестиционный капитал предприятия: теоретические аспекты управления / Л. В. Гукова // Экономический анализ: теория и практика. – 2008. – № 4(109). – С. 26-31.
16. Васильева Е. В., Уколова Н. В., Монахов С. В. Капитал организации. Актуальные вопросы современной экономики. - 2020.- № 8.-С.306-310.
17. Бикметова, З. М. Расчет экономической добавленной стоимости (EVA) на примере российских предприятий / З. М. Бикметова // Экономика и управление: научно-практический журнал. – 2022. – № 3(165). – С. 78-84.
18. Бродунов А.Н., Жукова К.В. Модель экономической добавленной стоимости (eva) как метод управления стоимости бизнеса. Вестник Московского университета имени С. Ю. Витте. Серия 1: Экономика и управление. - 2022.- С. 28-33.
19. Ивашковская, И. В., Кукина Е. Б., Пенкина, И. В. Экономическая добавленная стоимость. Концепции. Подходы. Инструменты// Корпоративные финансы.- 2010.-№ 4 (2).- С. 103-108.
20. Белова Е.О, Кузнецов С.М. VBM – концепция управления стоимостью компании / Экономика и бизнес. - №11.- 2021.- С.15-18.
21. Черкасова В.А., Теплова О.Ю. Исследование влияния факторов финансовых ограничений на

инвестиционные решения компаний на развивающихся рынках капитала. – Корпоративные финансы - 2013 - №2 – С.4-16.

22. Guariglia, A. (2008), Internal financial constraints, external financial constraints, and investment choice: evidence from a panel of UK firms // Journal of Banking&Finance. – 2008. - №32. - P. 1795–1809.

23. Wei, F, & Xing, L. Influence of financial constraints and uncertainty on company investment behavior. - Economic Science.- 2004. - №2. – P.17-27.

24. Финансовая отчетность по РСБУ | Северсталь [Электронный ресурс]. – Текст: электронный. – URL: <https://severstal.com/rus/ir/indicators-reporting/finreps-rsbu/> (дата обращения 10.03.2025).

25. «Северсталь» представила Стратегию 2024-2028 [Электронный ресурс]. – Текст: электронный. – URL: <https://severstal.com/rus/media/archive/severstal-predstavila-strategiyu-2024-2028/> (дата обращения 26.04.2025).

26. Betas by Sector [Электронный ресурс]. – URL: [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/Betas.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html) (дата обращения 30.03.2025).

# Investment capital management system: requirements to formation and specificity of functioning in Russian companies

**Shestakov Ivan Dmitrievich**

Master's student,

Financial University under the Government of the Russian Federation, Yaroslavl branch, Yaroslavl, Russian Federation

E-mail: shestakovid0@gmail.com

**Patrusheva Elena Grigoryevna**

Doctor of Economics, Professor,

Financial University under the Government of the Russian Federation, Yaroslavl branch, Yaroslavl, Russian Federation

E-mail: patr5@yandex.ru

---

## KEYWORDS.

investment capital, capital management system, capital raising subsystem, capital use subsystem, economic added value, the formation of a capital management system in modern economic conditions

---

## ABSTRACT.

The article presents the author's vision of the investment capital management system of companies, including two subsystems - its attraction and use. The elements, emerging relationships and key indicators of each subsystem are presented. The economic added value formed on the basis of key indicators of this system and reflecting the dynamics of business value is defined as a target indicator of the functioning of the entire system. The proposed provisions are recommended for use both in the formation of capital management systems of organizations and in assessing their effectiveness. Attention to the processes of investment capital management in modern domestic conditions is updated, when high rates and restrictions on the volume of attracted capital coexist with problems of operational efficiency caused by economic sanctions and the inflation factor. The example of PAO Severstal shows how, in the above conditions, a domestic company manages investment capital by making compromise decisions and adjusting tactical target guidelines, which often conflict with the provisions adopted in global management practice when striving to achieve a strategic goal - growth in business value. An assessment is given of the adopted strategic plans for the company's development, forecasts are made and proposals are made to adjust decisions in the investment capital management system, which are aimed at improving the value of economic added value in the long term. It is shown that in the foreseeable future, there is no reason to expect an increase in the company's value. A breakthrough in the current trends can only occur with the restoration of a free capital market, the lifting of economic sanctions, the use of budgetary funds to support the civil, primarily manufacturing, sector of the economy

---