

НАУЧНАЯ СТАТЬЯ

УДК 330.322.01

DOI: 10.26730/2587-5574-2026-2-23-31

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ПАРАДОКС ТЕРРИТОРИАЛЬНЫХ СЕТЕВЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ В УСЛОВИЯХ ЖЕСТКОЙ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ

Мельников Т.В., Барышева Г.А.

Национальный исследовательский Томский политехнический университет



Информация о статье

Поступила:

11 апреля 2026 г.

Одобрена после рецензирования:

20 мая 2026 г.

Принята к публикации:

20 мая 2026 г.

Ключевые слова: структура капитала, инвестиционный парадокс, территориальные сетевые организации, тарифное регулирование, ключевая ставка, консолидация активов.

Аннотация.

В статье исследуется влияние жесткой денежно-кредитной политики на структуру капитала территориальных сетевых организаций. На основе анализа консолидированной отчетности (МСФО) трех региональных электросетевых компаний за 2021–2024 гг. исследуется применимость классических теорий структуры капитала (теории компромисса и теории иерархии) к условиям современного тарифного регулирования РФ. В работе проведен анализ такого явления, как «инвестиционный парадокс», когда компании вынуждены наращивать капитальные затраты из-за критического износа основных фондов (до 80%), несмотря на высокую стоимость заемного капитала. Выделены три модели адаптации электросетевых компаний к финансовой турбулентности: автономно-стагнационная, долговая и дотационная. Сделан вывод об истощении амортизационного потенциала отрасли и необходимости перехода к гибридным механизмам финансирования, включая консолидацию активов и внедрение регуляторных контрактов.

Для цитирования: Мельников Т.В., Барышева Г.А. Инвестиционный парадокс территориальных сетевых организаций в условиях жесткой монетарной политики // Экономика и управление инновациями. 2026. № 2 (37). С. 23-31. DOI: 10.26730/2587-5574-2026-2-23-31, EDN: XXQUBR

THE INVESTMENT PARADOX OF TERRITORIAL INTERNATIONAL ORGANIZATIONS IN CONDITIONS OF TIGHT MONETARY POLICY

Timofey V. Melnikov, Galina A. Barysheva

National Research Tomsk Polytechnic University



Article info

Submitted:

11 April 2026

Approved after reviewing:

20 May 2026

Abstract.

This article examines the impact of tight monetary policy on the capital structure of regional grid organizations. Based on an analysis of the consolidated financial statements (IFRS) of three regional electric grid companies for 2021–2024, the applicability of classical capital structure theories (trade-off theory and pecking order theory) to the conditions of modern tariff regulation in the Russian Federation is examined. The paper analyzes the phenomenon of the "investment paradox," when companies are forced to increase capital expenditures due to critical depreciation of fixed assets (up to 80%), despite the high cost of borrowed capital. Three models of adaptation of electric grid companies to financial turbulence are identified: autonomous-stagnation, debt, and subsidy. A conclusion was made about the depletion of the industry's depreciation potential and the need to move to hybrid financing mechanisms, including asset consolidation and the introduction of regulatory contracts

Accepted for publication:
20 May 2026

Keywords:

capital structure, investment paradox, territorial grid organizations, tariff regulation, key rate, asset consolidation

For citation: Melnikov T.V., Barysheva G.A. The investment paradox of territorial international organizations in conditions of tight monetary policy. *Economics and Innovation Management*, 2026, no. 2 (37), pp. 23-31. DOI: 10.26730/2587-5574-2026-2-23-31, EDN: XXQUBR

1 Introduction / Введение

Современная электроэнергетическая отрасль Российской Федерации характеризуется наличием институционального противоречия между монетарными условиями и механизмами тарифного регулирования. С одной стороны, ужесточение денежно-кредитной политики Банка России, обусловленное необходимостью нейтрализации инфляционных рисков и адаптации финансового сектора к санкционным ограничениям, привело к повышению ключевой ставки до 21% в 2024 году, что сформировало барьерные условия для привлечения заемного финансирования предприятиями [1, 2]. С другой стороны, деятельность территориальных сетевых организаций (ТСО) ограничена жестким тарифным регулированием, реализуемым Федеральной антимонопольной службой (ФАС). В рамках тарифного регулирования в энергетике темпы индексации необходимой валовой выручки лимитированы принципом «инфляция минус», предполагающим индексацию тарифа на уровень ниже инфляции. Такая практика исключает возможность трансляции (перекладывания) возросших затрат на обслуживание долгового капитала в конечную цену (тариф) за электроэнергию для потребителей [3].

В этой ситуации традиционные подходы корпоративных финансов, такие как теорема Модильяни-Миллера или теория иерархии С. Майерса и Н. Майлуфа, в которых заемный капитал рассматривается как инструмент оптимизации стоимости компании через «налоговый щит» [4, 5], в текущих реалиях перестают выступать рабочей моделью. Если в классической экономической теории заемный капитал традиционно рассматривается как инструмент, способствующий развитию компании и росту ее стоимости, то в российской электроэнергетике наблюдается обратный эффект – формирование долговой спирали. Критическое состояние активов, приближающихся к предельному физическому износу, вынуждает компании наращивать заимствования для поддержания текущей работы, что приводит к росту долговой нагрузки и ограничивает возможности для инвестиций.

Территориальные сетевые организации не могут позволить себе «не инвестировать» в ожидании снижения ставок центрального банка (БР). Данные годовой отчетности за 2023 год являются критическими: в макрорегионе Сибирь средний бухгалтерский износ оборудования достиг 80%, при этом более трети активов (34%) эксплуатируются свыше 50 лет, что кратно превышает нормативные сроки службы [6]. Темпы физической деградации основных фондов в настоящее время объективно опережают темпы их реновации, что вынуждает компании поддерживать инвестиционную активность и осуществлять капитальные затраты (CAPEX) в ущерб операционной эффективности и финансовой устойчивости.

Такая конъюнктура порождает инвестиционный парадокс: в условиях, когда рыночная логика диктует сокращение затрат и сокращение использования заемного капитала, сетевые компании вынуждены наращивать капитальные вложения, игнорируя сигналы монетарного рынка. Особенно ярко это проявляется при сравнении региональных моделей адаптации электросетевых компаний к финансовым колебаниям. В то время как ПАО «ТРК» (Россети Томск) удается сохранять устойчивость за счет консервативной долговой политики [7], ПАО «Россети Сибирь» вынуждено балансировать в условиях Net Debt /EBITDA выше 5, что свидетельствует о весьма рискованной финансовой нагрузке и низкой финансовой устойчивости компании. Ситуация на Северном Кавказе, где коэффициент воспроизводства фондов (CAPEX к амортизации) достигает аномальных 4,15 при хронической убыточности, также свидетельствует о параличе рыночных механизмов финансирования электросетевых компаний на данной территории [8].

Очевидно, что амортизационный фонд перестал быть достаточным источником реновации в условиях инфляции издержек и жесткой политики тарифного регулирования [9]. Исследования показывают, что классические детерминанты структуры капитала в условиях нестабильности работают избирательно, и на первый план выходят институциональные ограничения [10, 11]. Без консолидации активов и перехода к новым регуляторным контрактам инвестиционный разрыв будет расти [12].

Целью данной работы является эмпирическое подтверждение гипотезы о том, что структура капитала ТСО в текущий период детерминируется не рыночной эффективностью, а вынужденными инвестициями для предотвращения системного кризиса инфраструктуры. На основе анализа МСФО за 2021–2024 гг. мы покажем, как разные стратегии управления капиталом позволяют компаниям выживать в сложившихся условиях.

2 Materials and Methods / Материалы и методы

Вопрос о том, как компания должна финансировать свое развитие, остается спорным в экономической науке. Еще в 1984 году С. Майерс назвал его «пазлом структуры капитала» [5]. Одни исследователи считают, что компания должна искать баланс между выгодами от кредитов и рисками, которые эти кредиты несут. Другие убеждены, что никакого осознанного поиска баланса между выгодами от кредитов и рисками на практике нет: компании берут деньги там, где дают, и внешние займы воспринимаются крайней мерой, к которой прибегают, когда собственных ресурсов уже не хватает. Классические учебники по корпоративным финансам уверяют, что правильно выстроенная финансовая структура должна увеличивать стоимость компании, опираясь на сигналы рынка [4]. Но что делать, если рынок этих сигналов, по существу, не дает?

Именно с этим вопросом сталкивается исследователь, который прикладывает рыночные экономические концепции к российским инфраструктурным монополиям. С точки зрения экономической науки ситуация складывается не классическая. Исследования на базе панельных данных по 1200 российским организациям показывают, что в условиях макроэкономических потрясений привычные ориентиры (размер и прибыльность компании) перестают работать. Еще в начале 2010-х годов исследователи фиксировали структурные перекосы между сетевым и сбытовым сегментами на конкурентных рынках. Тогда это объяснялось переходным периодом в либерализации экономических отношений. Однако нормативная база отрасли так и не была перестроена под задачи воспроизводства инфраструктуры: она складывалась под нужды приватизации 1990-х и с тех пор принципиально не менялась [13]. Таким образом, временные трудности тарифного регулирования электроэнергетики стали носить характер «структурного тупика».

Для территориальных сетевых организаций, которые эксплуатируют распределительные электросети на региональном уровне, ситуация особенно тяжелая. Государство декларирует переход к долгосрочным параметрам регулирования как основу стабильности. Однако это перспективно важное решение входит в противоречие со сложившейся ситуацией на рынке: сети изношены, инвестировать нужно сейчас, а не после того, как сформируется благоприятная тарифная среда. Ю.В. Герауф точно описывает это как «жесткую зависимость от тарифных решений» [14].

В итоге мы имеем разрыв между экономической теорией и практикой. Классическая теория обсуждает «оптимизацию» финансовой структуры с точки зрения свободного альтернативного выбора, в то время как Российская отраслевая практика обсуждает «выживание» – как удержать операционную работоспособность в условиях, когда ни один из стандартных инструментов регулирования не работает. В условиях жесткой денежно-кредитной политики и санкционного давления на банковский сектор ТСО уже фактически перешли от рыночной модели финансирования к модели технологического выживания, имеющей определенные региональные и отраслевые последствия.

Стандартные инструменты количественного анализа плохо приспособлены для изучения инфраструктурных монополий. Традиционные регрессионные модели работают на стабильных рынках, например, в ритейле или ИТ, но плохо учитывают специфику электроэнергетики, где инвестиционный цикл измеряется десятилетиями, а цена методологической ошибки ведет к сбою в энергоснабжении целого региона. Именно поэтому в данной работе мы отказались от анализа широких выборок в пользу углубленного сравнения трех региональных случаев, опирающегося на финансовую отчетность по стандартам МСФО за 2021–2024 годы.

Выбор объектов исследования – ПАО «Россети Сибирь», ПАО «Россети Северный Кавказ» и ПАО «ТРК» (Россети Томск) – не случаен. Это три разных «мира» внутри одной государственной корпорации. Томск – относительно устойчивая модель: компания исторически держала низкий уровень долга и развивалась в меру своих средств, не привлекая заемные источники финансирования сверх необходимого. Кавказ – отдельный случай, где рыночная логика финансирования фактически отсутствует: компания существует преимущественно за счет государственных субсидий и дополнительных вливаний от материнской компании.

Информационную основу исследования составила консолидированная финансовая отчетность по МСФО. Четырехлетний период выбран не произвольно: в 2021 году менеджмент компаний еще мог рассуждать в категориях финансовой оптимизации – какой должна быть структура долга; к 2023–2024 годам вопросы о соотношении собственных и заемных средств стали академическими. Как показывает С.А. Андрушин [1], жесткая денежно-кредитная политика Банка России и накопленные макроэкономические шоки превратили стоимость заимствований из инструмента финансового планирования в угрозу операционной жизнеспособности компаний. Методика построена на трех группах показателей, каждая из которых освещает отдельный аспект «инвестиционного парадокса» – ситуации, когда компания вынуждена наращивать капиталовложения, а возможности для их финансирования сужаются до предела.

Таблица 1. Динамика ключевых финансовых показателей ТСО

Table 1. Dynamics of key financial indicators of TSO

Показатель	2021	2022	2023	2024
Россети Томск (ТРК)				
Выручка, млн руб.	7 297	8 405	9 319	9 966
ЕБИТДА, млн руб.	1 265	442	966	383
Чистый долг, млн руб.	189	65	75	243
Net Debt / ЕБИТДА	0,15	0,15	0,08	0,63
CAPEX / Амортизация (K_per)	1,07	1,12	1,62	1,79
Покрытие процентов	87,3	21,9	65,7	11,9
Россети Сибирь				
Выручка, млн руб.	60 719	64 752	69 344	77 609
ЕБИТДА, млн руб.	8 821	8 223	6 422	11 953
Чистый долг, млн руб.	43 923	42 642	44 127	49 525
Net Debt / ЕБИТДА	4,98	5,19	6,87	4,14
CAPEX / Амортизация (K_per)	1,5	1,33	1,7	1,84
Покрытие процентов	3,25	1,8	1,5	1,55
Россети Северный Кавказ				
Выручка, млн руб.	34 583	41 301	48 501	54 371
ЕБИТДА, млн руб.	-15 110	4 273	-8 101	-16 051
Чистый долг, млн руб.	9 030	13 869	4 247	4 296
Net Debt / ЕБИТДА	-0,60	3,25	-0,52	-0,27
CAPEX / Амортизация (K_per)	1,89	2,38	2,82	4,15
Покрытие процентов	-10,43	7,96	-2,87	-86,72

Источник: составлено автором по данным консолидированной отчетности по МСФО ПАО «Россети Томск», ПАО «Россети Сибирь», ПАО «Россети Северный Кавказ» за 2021–2024 гг.

Первая группа – показатели долговой нагрузки. Коэффициент (Net debt)/ЕБИТДА, который обычно используют для оценки закредитованности компании, дает искаженную картину: когда операционная прибыль близка к нулю или отрицательна, этот показатель теряет смысл, так как уходит в бесконечность. Поэтому мы дополнили его коэффициентом левериджа (соотношением заемных и собственных средств) и сопоставили с реальной стоимостью обслуживания долга при

ключевой ставке 21%. Здесь возникает принципиальное расхождение с классической теорией: заемный капитал в неидеальной экономике, как правило, обходится дешевле собственного, в том числе из-за налоговых преимуществ. Для российских ТСО ситуация иная: стоимость кредита в 2–2,5 раза может превышать доходность на вложенный капитал, которую регулятор разрешает закладывать в тариф [3]. Это нивелирует эффект «налогового щита» и создает дополнительное финансовое давление, фактически превращая заемное финансирование в источник рисков.

Вторая группа показателей описывает, насколько реально компания воспроизводит свою инфраструктуру. Ключевой индикатор – коэффициент воспроизводства основных фондов: отношение фактических капиталовложений к начисленной амортизации. Динамика этого показателя за исследуемый период наглядно демонстрирует нарастание проблемы: у «Россети Северный Кавказ» коэффициент вырос с 1,89 в 2021 году до 4,15 к 2024 году, у «Россети Сибирь» – с 1,50 до 1,84. На первый взгляд – бурный рост инвестиций, а на деле модернизация на фоне износа оборудования, достигающего 80%. Проблема в том, что амортизация считается от той стоимости, по которой оборудование было поставлено на баланс много лет назад, а реальные затраты на замену давно обогнали эти цифры. В итоге компания формально «много инвестирует», а фактически не развивается. Сводная картина по всем трем компаниям представлена в Таблице 1.

Таблица 1 наглядно фиксирует три принципиально разные траектории развития ТСО. Томск демонстрирует стабильность при минимальной долговой нагрузке, хотя резкое падение покрытия процентов к 2024 году (с 65,7 до 11,9) сигнализирует о том, что даже эта модель начинает испытывать давление. Сибирь – типичная долговая спираль: чистый долг вырос с 43,9 до 49,5 млрд рублей, а коэффициент покрытия процентов опустился до критической отметки 1,55, при которой любое дальнейшее удорожание кредита способно поставить под угрозу операционную ликвидность. Кавказ – особый случай, выходящий за рамки привычной финансовой аналитики. Отрицательная ЕBITDA на протяжении трех из четырех лет означает, что компания не просто не зарабатывает на обслуживание долга – она не покрывает собственные операционные расходы без внешней поддержки. Собственный капитал компании устойчиво отрицателен: по данным отчетности, он составлял -46,7 млрд руб. в 2021 году и -1,97 млрд руб. в 2024 году. Формально это означает, что стоимость чистых активов компании на протяжении нескольких лет подряд не просто ниже уставного капитала, но и принимает отрицательные значения. Складывается ситуация, при которой статья 35 Федерального закона №208-ФЗ «Об акционерных обществах» предписывает принять решение о ликвидации [15]. Однако применить эту норму к системообразующей инфраструктурной организации невозможно по определению: отключение сетей Северного Кавказа может привести к гуманитарной катастрофе.

Следует отметить, что данная проблема выступает системным явлением на данном рынке. Об этом свидетельствует динамика стоимости долга и темпы роста тарифной выручки, разрешенные ФАС России. Разрыв между ними показывает, насколько быстро компания теряет финансовую устойчивость. Когда стоимость долга год за годом растет быстрее выручки, компания попадает в долговую спираль. Томск в этой логике выглядит принципиально иначе из-за исторически низкой долговой нагрузки, что делает его более устойчивым и практически неуязвимым для этого механизма.

Далее при износе оборудования в 80% граница между «поддержкой» и «развитием» стирается. Например, замена трансформатора 1970 года выпуска формально проходит в отчетности как модернизация, а фактически это попытка выжить компании. Отдельно мы рассмотрели «регуляторный лаг» – задержку, с которой ФАС признает фактически понесенные компанией затраты и включает их в тариф следующего периода. В стабильных условиях этот лаг – техническая неприятность. При ключевой ставке 21% он превращается в угрозу ликвидности: компания несет расходы по обслуживанию долга сейчас, а возможность их компенсировать через тариф получит в лучшем случае через год-два [6].

Полученные результаты были сопоставлены с выводами новейших исследований по структуре капитала российских компаний. В частности, А.Б. Анкудинов и А.А. Ахмитянова [10] выявили, что в периоды финансовой турбулентности традиционные факторы долговой нагрузки и финансовой устойчивости – размер компании, прибыльность – уступают место макроэкономическим условиям. Для ТСО добавляется еще один определяющий фактор – физический возраст

оборудования. Именно это объясняет, почему в одной регуляторной среде сосуществуют «бездолговой» Томск и «сверхзакредитованная» Сибирь и что это означает для устойчивости региональной инфраструктуры на горизонте следующих годов.

3 Results / Результаты

Данные, полученные в ходе анализа трех региональных сетевых компаний за 2021–2024 годы, позволяют сделать вывод, что чем больше компания вкладывает в инфраструктуру, тем быстрее ухудшается ее финансовое положение. Эту ситуацию можно считать инвестиционным парадоксом. В условиях одновременного давления ключевой ставки Банка России и критического физического износа распределительных сетей структура источников финансирования перестает быть инструментом управления. Каждая из трех компаний выработала собственный сценарий адаптации, и эти сценарии принципиально не схожи между собой.

ПАО «ТРК» (Россети Томск) – модель осознанной финансовой осторожности. Компания планомерно снижала долговую нагрузку: коэффициент (Net debt)/EBITDA опустился с 0,15 в 2021 году до аномальных для отрасли 0,08 в 2023 году. Фактически компания намеренно отказалась от кредитного рычага, предпочитая развиваться медленнее, но независимо. Это решение убергло ее от процентного удара 2024 года. Цена такого выбора – риск накопить технологическое отставание, которое рано или поздно придется наверстывать в еще более неблагоприятных условиях.

ПАО «Россети Сибирь» попала в классическую долговую ловушку. Чистый долг компании к 2024 году достиг 49,5 млрд рублей, а коэффициент (Net debt)/EBITDA в 2023 году пробил отметку 6,87 – уровень, при котором в нормальных рыночных условиях кредиторы уже отказывают в новых займах. При стоимости обслуживания долга свыше 20% компания вынуждена направлять на выплату процентов большую часть операционных доходов, практически не оставляя пространства для маневра. Долг здесь возникает не как стратегический выбор, а как вынужденный ответ на кассовые разрывы: тарифная выручка, ограниченная ФАС, не успевает за ростом реальных затрат на содержание сетей.

Ситуация с ПАО «Россети Северный Кавказ» выходит за рамки обычного финансового анализа. Коэффициент уровня долговой нагрузки компании принимает отрицательные значения (–0,52 в 2023 году), что в данном случае является признаком того, что операционная прибыль компании хронически отрицательна. Компания физически не способна обслуживать рыночные займы за счет собственной деятельности. Снижение чистого долга в 2023 году с 13,8 до 4,2 млрд рублей не является результатом финансового оздоровления, а выступает следствием масштабных внешних вливаний со стороны мажоритарного акционера-материнской компании.

Износ оборудования оказался сильнее любых финансовых барьеров. Даже запредельная стоимость кредита не останавливает инвестиции, поскольку альтернативой для электросетевой компании является риск оставить потребителей без света. Чтобы измерить этот разрыв, мы использовали коэффициент воспроизводства основных фондов K_{rep} – отношение фактических капитальных вложений к начисленной за счет тарифных источников амортизации. Значение меньше единицы говорит о нецелевом использовании амортизации – компания использует средства, предназначенные для воспроизводства основных фондов, на покрытие операционной деятельности или прочие нужды. Значение, равное единице, означает простое воспроизводство – компания лишь заменяет то, что износилось. Все, что выше единицы – либо развитие, либо попытка догнать накопленный износ.

В ПАО «Россети Томск» коэффициент планомерно рос с 1,12 в 2021 году до 1,79 в 2024. Даже при самой консервативной финансовой политике компания уже не укладывается в рамки простого воспроизводства. Амортизационных отчислений, рассчитанных от исторической стоимости активов, не хватает, чтобы угнаться за реальным удорожанием электротехнического оборудования. В ПАО «Россети Сибирь» разрыв носит драматический характер: коэффициент воспроизводства основных фондов устойчиво держится на уровне 2,1–2,4, то есть на каждый рубль амортизации компания тратит более двух рублей на капиталовложения. На первый взгляд это выглядит как активное развитие. Но стоит сопоставить эти цифры с данными годового отчета, где 34% оборудования эксплуатируется свыше 50 лет, и картина меняется: это не рост, а экстренный ремонт. Компания инвестирует не потому, что это выгодно, а потому что иначе система начнет разрушаться.

Своего апогея инвестиционный парадокс достигает в ПАО «Россети Северный Кавказ». При отрицательной рентабельности и отсутствии собственных источников финансирования коэффициент воспроизводства основных фондов демонстрирует взрывной рост: 1,89 (2021) → 2,38 (2022) → 2,82 (2023) → 4,15 (2024). Компания, которая по всем финансовым меркам не должна иметь возможности инвестировать, наращивает капиталовложения быстрее всех. Это наглядно показывает, что инвестиционный процесс в ТСО полностью оторван от логики стоимости капитала и диктуется исключительно императивом технологической безопасности. В нормальной ситуации операционная деятельность генерирует денежный поток, который затем направляется на инвестиции. У всех трех рассматриваемых компаний эта логика нарушена.

ПАО «Россети Томск» в 2021–2023 годах удерживало баланс: операционных доходов более или менее хватало на поддержание инвестиционной программы. Но к 2024 году этот ресурс оказался исчерпан. Чистый долг, снизившийся с 188,6 млн рублей в 2021-м до 64,7 млн руб. в 2022-м, к 2024 году резко вырос до 242,8 млн руб. Компания впервые за долгое время была вынуждена выйти на рынок заимствований именно в момент высокой ключевой ставки. Параллельно начали расти обязательства по аренде: с 58,9 млн рублей в 2022 году до 120,6 млн руб. в 2024-м – скрытая форма кредитной нагрузки.

Для ПАО «Россети Сибирь» денежный поток превратился в иллюстрацию долговой спирали. Операционные доходы целиком поглощаются обслуживанием накопленного долга в 49,5 млрд рублей, и чтобы продолжать инвестировать, компания прибегает к агрессивному краткосрочному перекредитованию. Динамика краткосрочных обязательств говорит сама за себя: 12,8 млрд рублей (2021) → 26,7 млрд (2022) → 4,6 млрд (2023, частичное рефинансирование) → 35,7 млрд (2024). Рост в 7,7 раза за один год – не финансовая стратегия, а балансирование на краю кассового разрыва, когда инвестиционные нужды закрываются деньгами, взятыми под 21–25% годовых.

Наиболее деформированную картину мы видим в ПАО «Россети Северный Кавказ». Операционный поток здесь стабильно отрицателен, компания не зарабатывает даже на покрытие текущих расходов. В 2023 году через допэмиссию и субсидии чистый долг был искусственно снижен с 13,8 до 4,2 млрд рублей. Деньги проходят транзитом от акционера напрямую в капиталовложения, минуя стадию операционной окупаемости. По сути, это государственное жизнеобеспечение инфраструктуры, а не корпоративное финансирование.

4 Discussion / Обсуждение

Сибирь демонстрирует наиболее опасный сценарий, который грозит стать типичным для крупных региональных сетей. Износ оборудования столкнулся здесь с тарифным регулированием, которое физически не успевает за ростом стоимости обслуживания долга. Постановление Правительства №1178 [16] задает принципы индексации тарифной выручки, не учитывающие взрывного удорожания кредитных ресурсов. В результате компания вынуждена закрывать инвестиционные нужды исключительно за счет краткосрочных займов, рост которых в 7,7 раза за один год красноречиво говорит о масштабах проблемы. Как заметил Ю.В. Герауф [14], инвестиционная деятельность сетевых компаний жестко завязана на тарифные решения: если тариф не покрывает проценты, компания неизбежно уходит в пике. Кавказ – свидетельство окончательного выхода за пределы рыночной логики. Когда коэффициент воспроизводства фондов достигает 4,15 при хронически отрицательной операционной прибыли, финансовая отчетность перестает быть инструментом анализа эффективности.

Следует отметить, что выборка из трех компаний, при всей ее типологической репрезентативности, не дает оснований для широких статистических обобщений на всю отрасль. Тем не менее, проведенный анализ показывает, что, если жесткая денежно-кредитная политика сохранится и дальше при нынешней методологии ФАС, отрасль столкнется с волной скрытых финансовых крахов региональных сетевых компаний. Инвестиционный разрыв между тем, что нужно вложить, и тем, что реально возможно профинансировать, превратится в технологический провал с большими отрицательными последствиями для надежности энергоснабжения целых регионов.

5 Conclusions / Заключение

Анализ финансовой отчетности по МСФО трех ТСО за период 2021–2024 годов позволил сделать вывод: чем глубже финансовая и технологическая деградация компании, тем интенсив-

нее она вынуждена инвестировать. Источником этого инвестиционного парадокса является принудительный характер капиталовложений, диктуемый средним возрастом оборудования и аварийностью, а не рыночной целесообразностью.

Три исследованных случая образуют устойчивую типологию адаптации, каждый из которых по-своему показателен. Томск демонстрирует, что даже самая консервативная и осторожная модель управления имеет предел: к 2024 году исторически накопленный запас финансовой прочности оказался исчерпан, и компания впервые вышла на рынок заимствований в момент пиковых ставок. Сибирь показывает, куда ведет долговая ловушка, когда тарифное регулирование не успевает за стоимостью обслуживания долга. Кавказ фиксирует полный переход компании на нерыночное дотационное содержание. Финансовая деградация требует структурных изменений в регуляторной модели обеспечения надежности энергоснабжения целых федеральных округов.

Список источников

1. Андрюшин С.А. Денежно-кредитная политика Банка России в 2022–2026 гг.: системные риски, антикризисные меры и механизмы развития // Банковское дело. – 2023. – № 9. – С. 20-28.
2. Синиченко О.А. Влияние санкционной политики на состояние банковского сектора России // Известия Саратовского университета. Новая серия. Серия: Экономика. Управление. Право. – 2024. – Т. 24, вып. 1. – С. 11-20.
3. Васильев Д.А. Государственное тарифное и антимонопольное регулирование электроэнергетического комплекса: институциональный аспект // Государственное управление. Электронный вестник. – 2023. – № 97. – С. 85-97.
4. Brealey R., Myers S., Allen F., Edmans A. Principles of Corporate Finance. – New York: McGraw Hill, 2025. – 1152 p.
5. Myers S.C. The Capital Structure Puzzle // NBER Working Paper. – 1984. – № 1393. – pp. 1-34
6. Годовой отчет и консолидированная финансовая отчетность по МСФО ПАО «Россети Сибирь» за 2021–2024 гг. URL: <https://e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=12072> (дата обращения: 10.04.2026).
7. Консолидированная финансовая отчетность по МСФО ПАО «ТРК» (Россети Томск) за 2021–2024 гг. URL: <https://e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=8732> (дата обращения: 10.04.2026).
8. Консолидированная финансовая отчетность по МСФО ПАО «Россети Северный Кавказ» за 2021–2024 гг. – URL: <https://e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=5535> (дата обращения: 10.04.2026).
9. Трачук А.В. Методы стимулирования инвестиций в инфраструктурные проекты (на примере электроэнергетики) // Проблемы современной экономики. – 2009. – № 4 (32). – С. 350-354.
10. Анкудинов А.Б., Ахмитянова А.А. Детерминанты структуры капитала российских компаний в условиях финансовой турбулентности: эмпирический анализ по панельным данным // Корпоративные финансы. – 2025. – Т. 19, № 3. – С. 82-98.
11. Воробьева Ю.В. Влияние структуры капитала на стоимость компании // Вестник евразийской науки. – 2024. – Т. 16, № s2. – С. 1-9.
12. Мкртчян Л.Л., Пучкова Н.В. Консолидация активов территориальных сетевых организаций как инструмент повышения эффективности отрасли // KANT. – 2025. – № 3 (56). – С. 89-94.
13. Богачкова Л.Ю., Москвичев Е. А. и др. Проблемы и пути развития распределительных сетевых компаний на либерализуемых региональных рынках электроэнергии // Региональная экономика: теория и практика. – 2011. – № 35 (218). – С. 66–72.
14. Герауф Ю.В. Управление инвестиционной деятельностью электросетевых компаний. – Барнаул: Изд-во Алт. гос. аграр. ун-та, 2014. – 184 с.
15. Об акционерных обществах: Федеральный закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ.
16. О ценообразовании в области регулируемых цен (тарифов) в электроэнергетике: Постановление Правительства РФ от 29.12.2011 № 1178.

Конфликт интересов

Авторы заявляют об отсутствии конфликта интересов.

© 2025 Авторы. Издательство Кузбасского государственного технического университета имени Т.Ф. Горбачева. Эта статья доступна по лицензии Creative Commons «Attribution» («Атрибуция») 4.0 Всемирная (<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>)

Авторы

Мельников Тимофей Васильевич – аспирант

Национальный исследовательский Томский политехнический университет

634050, пр. Ленина, 30, Томск

e-mail: melnikovtv@internet.ru

Барышева Галина Анзельмовна – доктор экономических наук, профессор
Международная научно-образовательная лаборатория технологий улучшения благополучия пожилых людей, Национальный исследовательский Томский политехнический университет
634050, пр. Ленина, 30, Томск
e-mail: ganb@tpu.ru

References

1. Andryushin S.A. Denezhno-kreditnaya politika Banka Rossii v 2022–2026 gg.: si-stemnye riski, antikrizisnye mery i mekhanizmy razvitiya [Monetary Policy of the Bank of Russia in 2022–2026: Systemic Risks, Anti-Crisis Measures, and Development Mechanisms]. *Bankovskoe delo = Banking*. 2023. Vol. 9. pp. 20-28.
2. Sinichenko O.A. Vliyanie sankcionnoj politiki na sostoyanie bankovskogo sektora Rossii [The Impact of Sanctions Policy on the State of the Russian Banking Sector]. *Izvestiya Saratovskogo universiteta. Novaya seriya. Seriya: Ekonomika. Upravlenie. Pravo = Bulletin of the Saratov University. New Series. Series: Economics. Management. Law*. 2024. Vol. 24, Issue 1. pp. 11-20.
3. Vasil'ev D.A. Gosudarstvennoe tarifnoe i antimonopol'noe regulirovanie elek-troenergeticheskogo kompleksa: institucional'nyj aspekt [State Tariff and Antimonopoly Regulation of the Electric Power Complex: Institutional Aspect]. *Gosudarstvennoe upravlenie. Elektronnyj vestnik = Public Administration. Electronic Bulletin*. 2023. Vol. 97. pp. 85-97.
4. Brealey R., Myers S., Allen F., Edmans A. *Principles of Corporate Finance*. New York: McGraw Hill, 2025. 1152 p.
5. Myers S.C. The Capital Structure Puzzle. NBER Working Paper. 1984. № 1393. pp. 1-34
6. Annual report and consolidated financial statements under IFRS of PJSC Rosseti Siberia for 2021–2024. URL: <https://e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=12072> (last access: 10.04.2026).
7. Consolidated financial statements under IFRS of PJSC TRK (Rosseti Tomsk) for 2021–2024. URL: <https://e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=8732> (last access: 10.04.2026).
8. Consolidated financial statements under IFRS of PJSC Rosseti North Caucasus for 2021–2024 – URL: <https://e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=5535> (last access: 10.04.2026).
9. Trachuk A.V. Metody stimulirovaniya investicij v infrastrukturnye proekty (na primere elektroenergetiki) [Methods of stimulating investment in infrastructure projects (using the electric power industry as an example)]. *Problemy sovremennoj ekonomiki = Problems of Modern Economy*. 2009. № 4 (32). pp. 350-354.
10. Ankudinov A.B., Ahmityanova A.A. Determinanty struktury kapitala rossijskih kompanij v usloviyah finansovoj turbulentnosti: empiricheskij analiz po panel'nym dannym [eterminants of the capital structure of Russian companies under financial turbulence: An empirical analysis based on panel data] *Korporativnye finansy = Corporate Finance*. 2025. Vol. 19, Is. 3. pp. 82-98.
11. Vorob'eva Yu.V. Vliyanie struktury kapitala na stoimost' kompanii [The influence of capital structure on company value]. *Vestnik evrazijskoj nauki = Bulletin of Eurasian Science*. 2024. Vol. 16, s2. pp. 1-9.
12. Mkrtychyan L.L., Puchkova N.V. Konsolidaciya aktivov territorial'nyh setevykh organizacij kak instrument povysheniya effektivnosti otrasli [Consolidation of assets of territorial network organizations as a tool for improving industry efficiency]. *KANT*. 2025. Vol. 3 (56). pp. 89-94.
13. Bogachkova L.Yu., Moskvichev E.A. et al. Problemy i puti razvitiya raspredeli-tel'nyh setevykh kompanij na liberalizuemyh regional'nyh rynkah elektroenergii [Problems and Development Paths of Distribution Grid Companies in Liberalizing Regional Electricity Markets]. *Regional'naya ekonomika: teoriya i praktika = Regional Economy: Theory and Practice*. 2011. Vol. 35 (218). pp. 66-72.
14. Gerauf Yu.V. Upravlenie investicionnoj deyatel'nost'yu elektrosetevykh kompanij [Gerauf Yu.V. Management of Investment Activities of Electric Grid Companies]. Barnaul: Publishing House of Altai State Agrarian University, 2014. 184 s.
16. On Pricing in the Sphere of Regulated Prices (Tariffs) in the Electric Power Industry: Resolution of the Government of the Russian Federation of 29.12.2011 No. 1178.

Conflicts of Interest

The authors declare no conflict of interest.

© 2025 The Authors. Published by T. F. Gorbachev Kuzbass State Technical University. This is an open access article under the CC BY license (<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>).

Authors

Timofey Melnikov – post-graduate
National Research Tomsk Polytechnic University
634050, 30, Lenin avenue, Tomsk
e-mail: melnikovtv@internet.ru

Galina A. Barysheva – Dr. Sc., Professor
International Scientific and Educational Laboratory of Technologies for Improving Human Well-Being, National Research Tomsk Polytechnic University
634050, 30, Lenin avenue, Tomsk
e-mail: ganb@tpu.ru

