

УДК 336.49**DOI: 10.34670/AR.2026.91.19.066**

Секьюритизация как наиболее эффективный инструмент рефинансирования дебиторской задолженности ПАО «Газпром»

Беликов Александр Юрьевич

Кандидат экономических наук, доцент,
кафедра отраслевой экономики и управления природными ресурсами,
Байкальский государственный университет,
664003, Российская Федерация, Иркутск, ул. Ленина, 11;
e-mail: mariaavagyan2002@gmail.com

Авагян Мария Гайковна

Магистрант,
кафедра отраслевой экономики и управления природными ресурсами,
Байкальский государственный университет,
664003, Российская Федерация, Иркутск, ул. Ленина, 11;
e-mail: mariaavagyan2002@gmail.com

Аннотация

Статья рассматривает макроаспекты и микроаспекты использования секьюритизации, адаптированные к специфике нефтегазовых компаний. Анализируются риски и сложности процесса секьюритизации. Разрабатываются основные критерии отбора метода и инструмента управления дебиторской задолженностью нефтегазовых компаний с целью ее оптимизации. Базируются данные критерии на основных показателях, характеризующих дебиторскую задолженность и финансовое состояние компании. В статье наиболее подробно рассматриваются преимущества метода рефинансирования дебиторской задолженности при помощи инструмента секьюритизации на примере ПАО «Газпром».

Для цитирования в научных исследованиях

Беликов А.Ю., Авагян М.Г. Секьюритизация как наиболее эффективный инструмент рефинансирования дебиторской задолженности ПАО «Газпром» // Экономика: вчера, сегодня, завтра. 2026. Том 16. № 4А. С. 678-685. DOI: 10.34670/AR.2026.91.19.066

Ключевые слова

Дебиторская задолженность, секьюритизация, преимущества секьюритизации, метод рефинансирования, управление дебиторской задолженностью, ПАО «Газпром», нефтегазовый комплекс.

Введение

Дебиторская задолженность в условиях рыночной экономики стала неотъемлемой частью системы продаж и платежей [Котлова, Крылова, 2023]. В нынешних реалиях длительных циклов возврата средств и растущей нестабильности глобальных энергетических рынков вопрос оптимизации дебиторской задолженности становится наиболее существенным для компаний нефтегазового комплекса. Современные компании сталкиваются с рядом сложностей при управлении дебиторской задолженностью, которые негативно влияют на финансовую устойчивость и операционную эффективность [Комина, Латышев, 2025].

Основная часть

Такие методы финансирования как банковские кредиты, факторинг, цессия — либо неэффективны из-за высокой стоимости, либо неприменимы в силу масштабности и специфики контрактов нефтегазового комплекса. В данном случае секьюритизация дебиторской задолженности выступает как инновационный, структурированный и финансово-оптимальный инструмент, который позволяет трансформировать наименее ликвидные активы в более ликвидные, улучшить значения показателей оборачиваемости и ликвидности, впоследствии и повысить рентабельность компании, не увеличивая при этом долговую нагрузку [Алексеева, Рачкевич, 2006]. Использование механизма секьюритизации открывает перспективы для формирующихся рынков, обеспечивая устойчивость экономической системы путем распределения рисков по всему финансовому сектору [Захаров, 2020].

Секьюритизация — это способ рефинансирования активов, генерирующих денежный поток, путем их трансформации в ликвидные инструменты, обращающиеся на финансовом рынке. Секьюритизация дебиторской задолженности — это трансформация дебиторской задолженности в ценные бумаги с последующей их продажей инвесторам [Довгялло, [www...](#)]. Обычно дебиторская задолженность продаётся специальному юридическому лицу (SPV).

Важно отметить, что дебиторская задолженность входит в классификацию видов секьюритизации в зависимости от вида актива, бывает также секьюритизация по:

- ипотечным активам
- автокредитам
- правам требования банка к владельцам кредитных карт
- правам требования банка к владельцам потребительских кредитов
- будущим денежным потокам (например, поступления от оплаты проезда по платным дорогам).

Рынок секьюритизации имеет сложности для использования в нефтегазовом комплексе, обусловленные спецификой отрасли, которые можно разделить на две группы: микроаспекты и макроаспекты.

Микроаспектами выступают:

- качество портфеля дебиторской задолженности (нестандартизированные контракты поставки нефти/НПЗ)
- концентрация долга (дебиторская задолженность сосредоточена у 3–5 крупнейших импортеров: Китай, Индия, Турция);
- связанные стороны (более 30 % дебиторской задолженности — взаимные поставки между дочками «Роснефти», «Газпром нефти», «ЛУКОЙЛа»);

- сроки оборота (средний срок погашения дебиторской задолженности увеличивается с каждым годом).

Макроасpekтами являются:

- отсутствие «закона о секьюритизации» в РФ (нет прямого регулирования true-sale, SPV-corporate form);
- посредники (нет лицензированных сервисов (servicer) по нефтегазовой дебиторской задолженности), SPV вынужден назначать самого себя сервисером, из-за чего происходит конфликт интересов;
- санкционный риск (большая часть выручки нефтегазового комплекса РФ — из стран «недружественных»; платёжные цепочки проходят через счета в банках-посредниках: Турция, Казахстан, ОАЭ);
- сложность бухгалтерского учёта и налогообложения (нет четкого государственного регулирования подобных сделок)

Итак, основные недостатки общего характера, присущие секьюритизации активов, сводятся к следующему:

- юридическая сложность и высокая стоимость данного вида финансирования;
- длительность процесса секьюритизации активов и необходимость стратегического подхода;
- недостаточная гибкость и возможное влияние на отношения с клиентами [Мготлов, Золотарюк, 2015].

В связи с тем, что дебиторская задолженность уже сформирована и отражена на балансе, превентивные меры управления дебиторской задолженностью неактуальны [Корнелюк, 2018]. Рассмотрим методы управления дебиторской задолженностью после ее формирования: претензионная работа, взыскание через суд, списание задолженности, продажа задолженности коллекторам рефинансирование (секьюритизация). Выбор одного из инструментов: будет обусловлен выполнением ряда условий, которые будут обеспечивать успешную оптимизацию дебиторской задолженности:

- скорость получения денежных средств, при трансформации дебиторской задолженности;
- процент потерь от стоимости дебиторской задолженности;
- каким образом трансформация дебиторской задолженности отразится на бухгалтерском балансе предприятия.

Целесообразно проанализировать методы и инструменты относительно предприятия нефтегазового комплекса — ПАО «Газпром». В табл. 1 консолидирована основная информация о скорости преобразования дебиторской задолженности в денежные средства, затратности данного процесса и дисконта по дебиторской задолженности по каждому из инструментов управления дебиторской задолженностью.

Таблица 1 – Сравнительный анализ методов управления дебиторской задолженностью ПАО «Газпром»

Наименование метода	Скорость получения денег	Затратность процесса	Потери от номинальной стоимости дебиторской задолженности
Претензионная работа	Низкая (1–6 месяцев)	Низкая	Незначительные (издержки, связанные с уведомлениями, письма и т. д.)

Наименование метода	Скорость получения денег	Затратность процесса	Потери от номинальной стоимости дебиторской задолженности
Взыскание через суд	Очень низкая (6–18 месяцев)	Высокая (государственные пошлины, юристы, экспертизы, большие временные затраты)	Частичные (судебные издержки, удовлетворение иска не в полном объеме)
Списание задолженности	Нулевая (отсутствует поступление денежных средств)	Нулевая, очень низкая (финансовое обоснование безнадёжности долга для отражения бухгалтерской проводки)	100 % (полная потеря актива)
Продажа коллекторам	Средняя (1–4 недели)	Средняя (юридическое сопровождение, независимая оценка)	Высокая (30–70% дисконт при уступке права требования)
Рефинансирование (секьюритизация)	Низкая (1–6 месяцев)	Высокая (1–5% от суммы пула, возможно больше), но присутствует эффект масштаба	Низкая (1–10% дисконт при продаже задолженности)

Показатели влияния методов на ликвидность, рентабельность, структуру баланса и кредитоспособность рассмотрены в табл. 2.

Таблица 2 – Сравнительный анализ влияния методов управления дебиторской задолженностью на финансово-экономические показатели ПАО «Газпром»

Наименование метода	Влияние на ликвидность	Влияние на рентабельность (ROA, ROIC)	Влияние на кредитоспособность	Влияние на структуру баланса
Претензионная работа	Не улучшает (отсутствует поступление денежных средств)	Не влияет, либо влияет отрицательно в силу издержек осуществления процесса	Не оказывает влияния	Не изменяет
Взыскание через суд	Не улучшает (отсутствует поступление денежных средств)	Уменьшает (судебные издержки)	Нейтральное, либо отрицательное	Не изменяет
Списание задолженности	Ухудшает (актив исчезает, денег нет)	Резко снижает (прямой убыток во второй форме отчетности)	Уменьшает (происходит уменьшение капитала)	Списание с баланса суммы через отражение в убытках
Продажа коллекторам	Слабо повышает (деньги есть, но цена низкая)	Снижает (убыток от продажи)	Нейтральное, либо отрицательное в силу репутационных рисков	Дебиторская задолженность реализуется, но с дисконтом
Рефинансирование (секьюритизация)	Значительно улучшает в связи с быстрым притоком денежных средств	Увеличивает, но есть временной лаг, происходит сокращение инвестированного капитала, увеличение ROA, ROIC	Косвенно улучшает, оптимизируя структуру баланса	Часть дебиторской задолженности может быть выведена без потерь

Сравнительный анализ методов в табл. 1 и табл. 2 продемонстрировал, что претензионная работа, судебное взыскание, списание и продажа долгов коллекторам не дают возможности ПАО «Газпром» достичь необходимого увеличения показателей ликвидности и оборачиваемости. Претензионная работа и суды требуют слишком много времени и не гарантируют удовлетворения исков в полном объеме, списание и продажа долга коллекторам

влекут прямые потери и убытки, а также сопутствующие репутационные риски.

Методом, обеспечивающим быструю трансформацию дебиторской задолженности в денежные средства без существенного ухудшения финансовых показателей, является рефинансирование дебиторской задолженности, положительно влияющее на ликвидность, кредитоспособность и оборачиваемость активов.

Рефинансирование возможно осуществить тремя инструментами: кредиты под залог дебиторской задолженности, дисконтирование счетов-фактур и секьюритизация. В табл. 3 приведены основные характеристики и критерии, по которым возможно выбрать оптимальный инструмент.

Таблица 3 – Сравнительный анализ инструментов рефинансирования дебиторской задолженности ПАО «Газпром»

Наименование критерия	Кредит под залог дебиторской задолженности	Дисконтирование счетов-фактур (инвойс-дискаунтинг)	Секьюритизация
Суть метода	Обычный кредит, где долги выступают в роли залога.	Продажа счетов-фактур с дисконтом на конфиденциальной основе.	Продажа крупного однородного пула долгов через выпуск ценных бумаг на рынке капитала.
Право собственности на дебиторской задолженности	Не переходит, остается у компании.	Переходит к фактору	Переходит к специально финансовой организации (SPV).
Управление и сбор долгов	Самостоятельно компанией.	Самостоятельно компанией, зачастую без уведомления дебиторов.	Передается SPV, депозитариям. Оригинатор не участвует.
Кто несет кредитный риск (риск неплатежа)	Полностью компания-заемщик.	Полностью компания-продавец (сделка с регрессом).	Переходит к инвесторам, покупающим ценные бумаги.
Отражение на балансе	Задолженность остается на балансе, увеличивается кредиторская задолженность.	Задолженность списывается с баланса (при «реальной продаже»).	Задолженность полностью выводится с баланса (при «реальной продаже»).
Объем и структура дебиторской задолженности	Для любых объемов. Кредитный лимит обычно до 50–85 % от стоимости пула.	Для любых объемов. Может финансироваться до 90% стоимости счета.	Для очень крупных и однородных пулов (от 50–100 млн долл.).
Сложность и стоимость	Относительно низкая, как у стандартного кредита.	Средняя. Проще, чем секьюритизация, сложнее чем кредит.	Очень высокая. Требуется участия юристов, аудиторов, рейтинговых агентств.
Примерная стоимость	Средняя. Процентная ставка + комиссии.	Средняя / Высокая. Дисконт от 0.5% до 3% от суммы счета + проценты.	Наиболее выгодный источник среди трех, но высоки первоначальные затраты на организацию.

Анализ табл. 3 отображает ключевое преимущество и главное отличие секьюритизации от простого кредитования — вывод части дебиторской задолженности из баланса путем трансформации в денежные средства. Если сделка структурирована как «истинная продажа» (true sale), происходит полная передача прав на актив. При соблюдении требований МСФО актив выводится с баланса, а полученные денежные средства не отражаются как долговые обязательства, а увеличивают собственный капитал или увеличивают объем денежных средства.

в обороте компании.

При дисконтировании счетов-фактур существует риск регресса, и в случае неплатежа со стороны контрагента, возврат денежных средств осуществляет ПАО «Газпром». Инструмент был бы эффективен для улучшения баланса, но только при условии отказа от риска регресса. На практике финансовые организации редко идут на сделку без регресса с пулом на сотни миллиардов рублей.

Наиболее подходящим выступила секьюритизация, то есть конвертация дебиторской задолженности в ценные бумаги (облигации), продающиеся инвесторам через специальную компанию (SPV). Ключевое преимущество в том, что дебиторская задолженность списывается с баланса, а не становится залогом, то есть долговые обязательства компании не увеличиваются [Литвинчук, 2005; Толмачева, 2007].

Несмотря на все риски, секьюритизация дебиторской задолженности может повысить ликвидность активов и операционную эффективность предприятий, открыть новые пути финансирования для снижения затрат на заемный капитал. Этот метод помогает оптимизировать структуру баланса, а также благодаря разумной структуре сделок и механизмам повышения кредитного рейтинга оптимизирует собственный кредитный рейтинг с помощью рыночного признания продуктов секьюритизации, чтобы снизить общие затраты на финансирование.

Секьюритизация позволит ПАО «Газпром» улучшить свои финансовые показатели: ликвидность, оборачиваемость, в перспективе и рентабельность. Секьюритизация в данном случае выступает не просто как метод управления дебиторской задолженностью, а как мощный рычаг стратегического финансового оздоровления и повышения инвестиционной привлекательности компании [Туряница, [www...](#)].

Заключение

С учетом сложной трудной экономической ситуации традиционные методы управления дебиторской задолженностью (претензионная работа, судебное взыскание, списание, продажа коллекторам) не позволяют решить проблему оперативно и без существенных потерь. Ни один из методов кроме секьюритизации не обеспечивает одновременно быстрого притока денежных средств и сохранения стоимости актива. Секьюритизация дебиторской задолженности представляет собой наиболее эффективный инструмент для решения выявленных проблем.

Также оптимизируя дебиторскую задолженность через секьюритизацию, компания быстро получает денежные средства в оборот — это прямой прирост операционного денежного потока, который раньше был заморожен. Важно, что параллельно с оптимизацией структуры баланса и улучшением кредитных рейтингов происходит и диверсификация инвесторской базы. В результате появляется большая конкуренция, снижается зависимость от банков и упрощается процесс поиска финансирования.

Библиография

1. Алексеева И.А., Рачкевич А.Ю. Секьюритизация: этапы развития // Деньги и кредит. 2006. № 7. С. 27-36.
2. Довгялло М.В. Секьюритизация финансовых активов // Редакційна колегія. С. 65.
3. Захаров Е.И. Сущность секьюритизации активов в системе бухгалтерского учёта // Путь в науку. Экономические науки. 2020. № 31. С. 118-124.
4. Комина Н.В., Латышев А.А. Оптимизация дебиторской задолженности — как инструмент повышения эффективности использования оборотных средств. 2025.

5. Корнелюк М.Н. Современные способы управления дебиторской задолженностью. 2018.
6. Котлова Ю.А., Крылова К.А. Актуальные вопросы внутреннего контроля и управления дебиторской задолженностью // Социально-экономические и гуманитарные науки. 2023. С. 55-57.
7. Литвинчук Т.В. Секьюритизация в России // Научные проблемы водного транспорта. 2005. № 15. С. 196-200.
8. Мготлов К.Т., Золотарюк А.В. Преимущества и недостатки сделок секьюритизации активов типа «Balance-Off Sheet» // Актуальные направления научных исследований: от теории к практике. 2015. № 4. С. 270-272.
9. Толмачева А.А. Секьюритизация финансовых активов и ипотечные ценные бумаги // Труды Института системного анализа Российской академии наук. 2007. Т. 30. С. 71-94.
10. Туряница И.О. Генезис развития секьюритизации в условиях трансформации финансового рынка.

Securitization as the Most Effective Instrument for Refinancing Accounts Receivable of PJSC Gazprom

Aleksandr Yu. Belikov

PhD in Economics, Associate Professor,
Department of Sectoral Economics and Natural Resource Management,
Baikal State University,
664003, 11, Lenina str., Irkutsk, Russian Federation;
e-mail: mariaavagyan2002@gmail.com

Mariya G. Avagyan

Master's Degree Student,
Department of Sectoral Economics and Natural Resource Management,
Baikal State University,
664003, 11, Lenina str., Irkutsk, Russian Federation;
e-mail: mariaavagyan2002@gmail.com

Abstract

The article examines the macro-aspects and micro-aspects of using securitization, adapted to the specifics of oil and gas companies. The risks and complexities of the securitization process are analyzed. The main criteria for selecting a method and instrument for managing the accounts receivable of oil and gas companies in order to optimize it are developed. These criteria are based on key indicators characterizing accounts receivable and the financial condition of the company. The article examines in most detail the advantages of the method of refinancing accounts receivable using the securitization instrument on the example of PJSC Gazprom.

For citation

Belikov A.Yu., Avagyan M.G. (2026) Sek'yuritizatsiya kak naibolee effektivnyy instrument refinan-sirovaniya debitorskoy zadolzhennosti PAO «Gazprom» [Securitization as the Most Effective Instrument for Refinancing Accounts Receivable of PJSC Gazprom]. *Ekonomika: vchera, segodnya, zavtra* [Economics: Yesterday, Today and Tomorrow], 16 (4A), pp. 678-685. DOI: 10.34670/AR.2026.91.19.066

Keywords

Accounts receivable, securitization, advantages of securitization, refinancing method, accounts receivable management, PJSC Gazprom, oil and gas complex.

References

1. Alekseeva, I. A., & Rachkevich, A. Y. (2006). Sekyuritizatsiya: etapy razvitiya [Securitization: Stages of development]. *Money and Credit*, (7), 27-36.
2. Dovgyallo, M. V. (n.d.). Sekyuritizatsiya finansovykh aktivov [Securitization of financial assets]. Redaktsiynaya kolehiya, 65.
3. Komina, N. V., & Latyshev, A. A. (2025). Optimizatsiya debitorskoy zadolzhennosti – kak instrument povysheniya effektivnosti ispolzovaniya oborotnykh sredstv [Optimization of accounts receivable as a tool for increasing the efficiency of using working capital].
4. Komelyuk, M. N. (2018). Sovremennye sposoby upravleniya debitorskoy zadolzhennostyu [Modern methods of accounts receivable management].
5. Kotlova, Y. A., & Krylova, K. A. (2023). Aktualnye voprosy vnutrennego kontrolya i upravleniya debitorskoy zadolzhennostyu [Current issues of internal control and accounts receivable management]. In *Socio-economic and humanitarian sciences* (pp. 55-57).
6. Litvinchuk, T. V. (2005). Sekyuritizatsiya v Rossii [Securitization in Russia]. *Scientific Problems of Water Transport*, (15), 196-200.
7. Mgotlov, K. T., & Zolotaryuk, A. V. (2015). Preimushchestva i nedostatki sdelok sekuritizatsii aktivov tipa "Balance-Off Sheet" [Advantages and disadvantages of "Balance-Off Sheet" asset securitization transactions]. *Current Directions of Scientific Research: From Theory to Practice*, (4), 270-272.
8. Tolmacheva, A. A. (2007). Sekyuritizatsiya finansovykh aktivov i ipotechnye tsennyye bumagi [Securitization of financial assets and mortgage-backed securities]. *Proceedings of the Institute for Systems Analysis of the Russian Academy of Sciences*, 30, 71-94.
9. Turyanitsa, I. O. (n.d.). Genezis razvitiya sekuritizatsii v usloviyakh transformatsii finansovogo rynka [The genesis of the development of securitization in the context of financial market transformation].
10. Zakharov, E. I. (2020). Sushchnost sekuritizatsii aktivov v sisteme bukhgalterskogo ucheta [The essence of asset securitization in the accounting system]. *Path to Science. Economic Sciences*, (31), 118-124.