

ТОКЕНИЗАЦИЯ НЕПУБЛИЧНЫХ КОМПАНИЙ КАК ФАКТОР РОСТА КАПИТАЛИЗАЦИИ РЫНКА АКЦИЙ

Переход Сергей Александрович¹,

канд. экон. наук,

e-mail: saperekhod@fa.ru

Рыбак Григорий Александрович¹,

e-mail: g.a.rybak@mail.ru

¹Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, г. Москва, Россия

В работе оценивается потенциал токенизации долевых прав непубличных компаний как инструмента сокращения разрыва между фактической капитализацией рынка акций и целевым ориентиром к 2030 году. Проблема обусловлена высокой концентрацией капитализации и ограниченной доступностью публичных размещений для компаний среднего сегмента, что сдерживает расширение числа эмитентов и линейки обращающихся инструментов. Методология включает анализ динамики капитализации за 2020–2025 годы, сравнительный анализ правовых режимов токенизации ценных бумаг и российского регулирования цифровых финансовых активов, построение причинно-следственной модели и сценарную оценку. Установлено, что токенизация влияет на капитализацию через снижение транзакционных издержек, рост вторичной ликвидности, повышение прозрачности корпоративных прав и расширение базы эмитентов. Сценарии показывают возможный вклад на уровне 3–8 процентных пунктов валового внутреннего продукта к 2030 году при формировании регулируемого вторичного рынка. Определены условия реализации эффекта: юридическая определенность корпоративных действий, надежная расчетно-кастодиальная инфраструктура и пропорциональная защита инвесторов.

Ключевые слова: токенизация, цифровые финансовые активы, токенизированные акции, капитализация акций, фондовый рынок, инвестиции, IPO, частные компании

TOKENIZATION OF NON-PUBLIC COMPANIES AS A FACTOR FOR STOCK CAPITALIZATION GROWTH

Perekhod S.A.¹,

candidate of economic sciences,

e-mail: saperekhod@fa.ru

Rybak G.A.¹,

e-mail: g.a.rybak@mail.ru

¹Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russia

The article examines the potential of tokenizing equity rights in privately held companies as a tool to narrow the gap between current stock market capitalization and the 2030 target benchmark. The problem stems from the high concentration of capitalization and limited availability of public offerings for mid-segment companies, which constrain the expansion of issuers and the range of instruments on sale. The methodology includes analysis of capitalization dynamics for 2020–2025, comparative analysis of legal regimes for tokenization of securities and Russian regulation of digital financial assets, construction of a causal model and scenario assessment. Tokenization has been found to affect capitalization through lower transaction costs, increased secondary liquidity, greater transparency of corporate rights, and an expanded issuer base. The scenarios show a possible contribution of 3–8 percentage points of gross domestic product by 2030 if a regulated secondary market is formed. The conditions for implementation of the effect have been defined: legal certainty of corporate actions, reliable accounting and treasury infrastructure and proportional protection of investors.

Keywords: tokenization, digital financial assets, tokenized shares, stock capitalization, stock market, investments, IPO, private companies

Введение

Развитие рынка акционерного капитала рассматривается государством как ключевой механизм мобилизации долгосрочных сбережений и финансирования экономического роста. Указом Президента Российской Федерации от 7 мая 2024 г. № 309 установлен целевой ориентир увеличения капитализации фондового рынка до 66 % ВВП к 2030 году¹. Однако фактическая капитализация российского рынка акций существенно ниже данного уровня и характеризуется высокой концентрацией, что ограничивает масштабирование предложения акционерного капитала². Традиционные инструменты расширения рынка – первичные и вторичные публичные размещения (IPO/SPO) и программы стимулирования листинга – сопряжены с высокими издержками и институциональными барьерами. В результате значительная часть стоимости непубличных компаний остается вне организованного фондового оборота [1]. Цель исследования заключается в оценке потенциала токенизации акционерного капитала непубличных компаний как фактора роста капитализации фондового рынка до целевого уровня 66 % ВВП к 2030 году и определении институциональных условий реализации данного эффекта, что соответствует планам развития финансового рынка³. Санкционное давление 2014–2024 годов повысило волатильность денежных и фондовых сегментов и одновременно ускорило суверенизацию рынка: рост и финансирование в большей степени стали определяться внутренними источниками капитала, что повышает значимость механизмов расширения внутренней инвесторской базы и альтернативных каналов привлечения средств.

Каналы влияния токенизации на капитализацию

По выборочным наблюдениям, за 2020–2025 годы доля капитализации рынка акций в ВВП варьировала в диапазоне 26–31 % (таблица 1). Следовательно, разрыв до целевого ориентира 66 % ВВП составляет приблизительно 35–40 п.п., а достижение цели предполагает не только рост ценовой оценки активов, но и количественное расширение рынка – увеличение числа эмитентов и спектра обращающихся инструментов (таблица 1).

Таблица 1 – Динамика капитализации рынка акций РФ в отношении к ВВП и ключевые тенденции (выборочные годы 2020–2025 гг.)⁴

Год	Капитализация, % ВВП	Основные тенденции
2020	31,2	Постпандемийная нормализация торгов при рекордном росте оборотов на рынке акций; резкий приток розничных инвесторов (рост числа брокерских счетов, повышение доли физлиц в обороте); расширение торговой инфраструктуры (вечерняя сессия), рост числа доступных инструментов (в т.ч. иностранные акции, ETF)
2022	27,5	Стресс-шок и падение оценки/ликвидности на фоне санкций: приостановка торгов и поэтапное возобновление; регуляторные ограничения для нерезидентов (в т.ч. временный запрет брокерам продавать бумаги по поручениям нерезидентов) → сокращение участия иностранного капитала и рост сегмента «внутреннего» рынка
2023	30,9	Адаптация рынка к санкционному режиму и «пересборка» спроса: дальнейший рост числа розничных клиентов и их доминирование в торгах акциями (рост доли розничных инвесторов в обороте, рекорд активных участников); сохранение повышенной волатильности при развитии продуктовой линейки и технологических инициатив инфраструктуры
2025	26,6	Замедление на фоне дорогого фондирования и конкуренции с высокодоходными безрисковыми инструментами: жёсткие денежно-кредитные условия после подъёма ключевой ставки в 2024 г. → сдерживание притока капитала в акции; осторожность к новым размещениям и отсрочка части IPO из-за волатильности/ставок (при формально высоком числе размещений в 2024 г. объём привлечений ниже 2023 г.)

¹ Указ Президента Российской Федерации от 07.05.2024 № 309 «О национальных целях развития Российской Федерации на период до 2030 года и на перспективу до 2036 года» // СПС «КонсультантПлюс».

² Банк России. Статистика и аналитические материалы по рынку ценных бумаг и рынку акций Российской Федерации за 2020–2025 гг. – URL: <https://cbr.ru/statistics/> (дата обращения: 02.02.2026). – Текст: электронный.

³ Токенизация активов реального мира: экономическая природа и опыт регулирования. Аналитический доклад Банка России. – URL: https://cbr.ru/Content/Document/File/170116/analytical_report_22112024.pdf (дата обращения: 02.02.2026). – Текст: электронный; От ЦФА к «цифровому титулу»: что на самом деле меняет концепция Минфина. – URL: https://www.vedomosti.ru/press_releases/2026/02/18/ot-tsfa-k-tsifrovomu-titulu-chto-na-samom-dele-menyayet-kontseptsiya-minfina (дата обращения: 02.02.2026). – Текст: электронный.

⁴ Составлено авторами.

Непубличный сектор формирует значительную долю добавленной стоимости и занятости, однако его долевой капитал практически не представлен на организованном рынке⁵. Экономический смысл токенизации заключается в переводе части стоимости непубличных компаний в обращаемую форму при сохранении контроля у основателей и без перехода в публичный статус. Наиболее релевантным данный механизм является для средних и быстрорастущих компаний, испытывающих потребность в капитале на этапе масштабирования [2], но сталкивающихся с высокими издержками и институциональными требованиями публичного рынка [3]⁶ (таблица 2).

Таблица 2 – Актуальные проблемы достижения цели капитализации 66 % ВВП и потенциальный вклад токенизации⁷

Проблема	Экономическое проявление	Эффект на капитализацию	Потенциальный вклад токенизации
Ограниченный пул публичных эмитентов и слабый поток IPO	Низкое предложение акций, редкие размещения	Недостаточный рост «количества» капитализации, высокая концентрация	«Пре-IPO» рынок для непубличных компаний; расширение предложения долевого капитала
Высокие издержки выхода на биржу и раскрытия	Фиксированные затраты на аудит, юрсопровождение, IR	Отказ МСП/средних компаний от публичного статуса	Структурированный выпуск через платформы ЦФА; снижение фиксированных затрат на «вход»
Дисконт за неликвидность непубличных долей	Ограниченность вторичного обращения	Снижение оценок и мотивации инвестиций	Вторичный рынок токенов; маркет-мейкинг; снижение дисконта
Асимметрия информации и слабое корпоративное управление	Ограниченное раскрытие, риск оппортунизма	Рост премий за риск; сужение спроса	Цифровые стандарты раскрытия; автоматизация корпоративных действий; «лестница качества» допуска

Токенизация долевых прав представляет собой институциональный механизм цифровизации учета и обращения долей (или прав требования на долю). В российском регулировании она реализуется через выпуск цифровых финансовых активов, удостоверяющих права участия в капитале непубличного акционерного общества⁸. Экономический эффект токенизации формируется по четырем ключевым каналам: расширение доступности инвестиций за счет дробления долевых прав; снижение транзакционных издержек вследствие автоматизации учета и расчетов; рост ликвидности через формирование регулируемого вторичного рынка; повышение прозрачности прав собственности и операций.

Прослеживаемость операций и стандартизация раскрытия повышают доверие инвесторов, что способствует снижению дисконта за неликвидность и росту справедливой оценки активов. Рисунок 1 визуализирует причинно-следственные связи между указанными каналами и ростом капитализации.

В рамках правового режима ЦФА возможны различные конструкции токенизации долевых прав, отличающиеся степенью непосредственности связи с акцией и распределением рисков: (1) прямая токенизация (токен удостоверяет права, эквивалентные акциям непубличного акционерного общества); (2) токенизация производных прав (право требования передачи акций или участия в прибыли); (3) фондовая (пуловая) модель, при которой токены удостоверяют права на долю в портфеле долевых инструментов⁹. С экономической точки зрения прямая модель оказывает более выраженное влияние на капитализацию, но требует высокой степени юридической определенности корпоративных прав; производные и фондовые модели обеспечивают большую гибкость, однако повышают сложность продукта и требования к раскрытию информации¹⁰. Сравнительный анализ показывает, что токенизация занимает

⁵ Банк России. Статистика и аналитические материалы по рынку ценных бумаг и рынку акций Российской Федерации за 2020–2025 гг. – URL: <https://cbr.ru/statistics/> (дата обращения: 02.02.2026). – Текст: электронный.

⁶ Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации до 2030 года: утв. распоряжением Правительства Российской Федерации от 29.12.2022 № 4355-р // СПС «Консультант Плюс».

⁷ Составлено авторами.

⁸ Федеральный закон от 31.07.2020 № 259-ФЗ «О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» // СПС «КонсультантПлюс».

⁹ Федеральный закон от 31.07.2020 № 259-ФЗ «О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» // СПС «КонсультантПлюс».

¹⁰ FINMA. Distributed ledger technology (DLT): regulatory communications and materials; Swiss DLT framework: official site. – URL: <https://www.finma.ch/en/> (дата обращения: 02.02.2026). – Текст: электронный; European Securities and Markets Authority. DLT

промежуточное положение между IPO и частными сделками, сочетая потенциальную массовость распределения с более низкими издержками подготовки и размещения [4]¹¹. Для эмитентов ключевым преимуществом является возможность стандартизировать инвестиционное предложение, а для инвесторов – доступ к классу активов, ранее преимущественно доступному профессиональным участникам рынка. Сравнение международной практики показывает, что успешная токенизация долевых инструментов опирается на юридическое признание цифровых прав, лицензируемую инфраструктуру торгов и кастодиального учета, а также ясные требования к раскрытию информации и защите инвесторов [5].



Рисунок 1 – Концептуальная модель влияния токенизации долевых прав на капитализацию рынка акций¹²

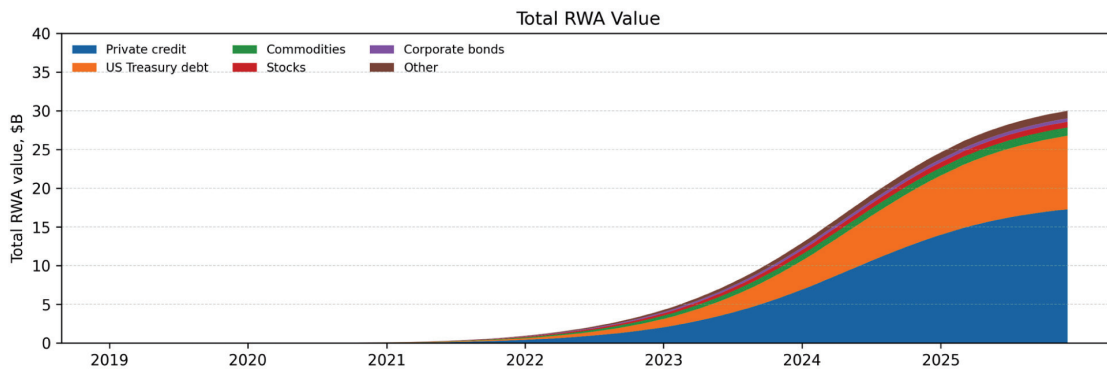


Рисунок 2 – Динамика совокупного объёма токенизированных реальных активов (RWA) по основным категориям

В 2025–2026 годах отмечается рост интереса инфраструктурных организаций и регуляторов к практическим моделям токенизации ценных бумаг (рисунок 2), что отражает переход от экспериментальных решений к интеграции с традиционной рыночной инфраструктурой.

Pilot Regime: guidance and supervisory materials. 2023–2025. – URL: <https://www.esma.europa.eu/> (дата обращения: 02.02.2026). – Текст: электронный; U.S. Securities and Exchange Commission. Digital asset securities: public guidance and analytical materials (incl. Howey analysis). – URL: <https://www.sec.gov/> (дата обращения: 02.02.2026). – Текст: электронный.

¹¹ World Economic Forum. Reports on tokenization and financial market infrastructure. – URL: <https://www.weforum.org/> (дата обращения: 02.02.2026). – Текст: электронный.

¹² Составлено авторами.

Сценарная оценка вклада токенизации в капитализацию

Сценарное моделирование основано на балансовой оценке дополнительного предложения долевого капитала, вовлекаемого в обращение через токенизацию, и на предпосылке о снижении дисконта за неликвидность по мере формирования вторичного рынка¹³. Логика сценариев исходит из различной скорости вовлечения непубличных компаний в выпуск токенизированных долевых прав и различной глубины вторичного обращения. В базовом сценарии вклад токенизации оценивается на уровне около 5 п.п. ВВП к 2030 году, в оптимистичном – до 8 п.п. ВВП; при этом токенизация дополняет, а не заменяет IPO, прежде всего, в сегменте малого и среднего предпринимательства (таблица 3).

Таблица 3 – Сценарная оценка вклада токенизации в долю капитализации фондового рынка к ВВП к 2030 году¹⁴

Сценарий	Без токенизации	Прирост от токенизации
Консервативный	40 %	+3 п.п.
Базовый	50 %	+5 п.п.
Оптимистичный	55 %	+8 п.п.

Интерпретация результатов показывает, что даже в оптимистичном сценарии токенизация не устраняет разрыв до целевого уровня 66 % ВВП, однако способна обеспечить заметный прирост при одновременном расширении потока IPO и вовлечении долгосрочного спроса. Следовательно, токенизация должна рассматриваться как элемент комплекса мер, а не как автономное решение. Масштабирование токенизации сопровождается правовыми, рыночными и технологическими рисками, прежде всего, связанными с реализацией корпоративных прав, формированием ликвидного вторичного рынка и устойчивостью инфраструктуры. Без институциональной проработки данных аспектов эффект токенизации для роста капитализации будет ограниченным¹⁵.

Институциональные условия масштабирования токенизации долевых прав

Полученные результаты подтверждают, что токенизация долевых прав непубличных компаний обладает потенциалом роста капитализации, прежде всего, за счет расширения базы эмитентов и снижения барьеров входа на рынок капитала. Величина эффекта определяется институциональным дизайном и сопоставимым уровнем доверия к рынку токенизированных и традиционных акций.

1. Токенизация как комплементарный, а не замещающий механизм. Токенизация закрывает институциональный разрыв между венчурным финансированием и публичным рынком, выполняя функцию «пре-IPO» инфраструктуры для непубличных компаний. Она позволяет привлекать капитал у более широкого круга инвесторов, формировать практики раскрытия информации и корпоративных процедур и в дальнейшем повышает вероятность перехода к классическому листингу, дополняя, а не замещая IPO.

2. Вторичный рынок и ценообразование как центральная предпосылка эффекта капитализации. Вторичная ликвидность является ключевым условием снижения дисконта за неликвидность и превращения токенизированных долей из частных инвестиций в рыночные активы. Реализация данного эффекта требует регламентированного допуска инструментов к торгам, механизмов рыночного надзора, надежной расчетно-кастодиальной инфраструктуры и участия профессиональных участников рынка. При отсутствии этих условий токенизация остается нишевым инструментом и не оказывает значимого влияния на капитализацию фондового рынка¹⁶.

¹³ CFA Institute. An Investment Perspective on Tokenization. 2025. – URL: <https://rpc.cfainstitute.org/research/reports/2025/> (дата обращения: 02.02.2026). – Текст: электронный; Bank for International Settlements. Reports and working papers on tokenisation, market infrastructure and digital assets. – URL: <https://www.bis.org/> (дата обращения: 02.02.2026). – Текст: электронный.

¹⁴ Составлено авторами.

¹⁵ World Economic Forum. Reports on tokenization and financial market infrastructure. – URL: <https://www.weforum.org/> (дата обращения: 02.02.2026). – Текст: электронный.

¹⁶ World Economic Forum. Reports on tokenization and financial market infrastructure. – URL: <https://www.weforum.org/> (дата обращения: 02.02.2026). – Текст: электронный.

Конкуренция регулируемых биржевых площадок с криптовалютными биржами и децентрализованными протоколами усиливает требования к легальному вторичному рынку токенизированных долевых прав: без сопоставимой ликвидности и механизмов “*price discovery*” инвесторский спрос смещается на нерегулируемые площадки, что ограничивает мультипликативный эффект токенизации на капитализацию [6]. Важно также отграничивать токенизацию долевых прав от криптовалютной «токеномики», основанной на эмиссионном доходе (сеньораже) и перераспределении комиссий: анализ эволюции сеньоража в криптовалютах демонстрирует альтернативные источники стоимости, тогда как для токенизированных акций базовым источником доходности должен оставаться денежный поток эмитента и корпоративные права инвестора [7].

Заключение

Токенизация акционерного капитала непубличных компаний может выступать комплементарным инструментом достижения целевого уровня капитализации фондового рынка при наличии развитой институциональной среды. Установлено, что структурные ограничения традиционного рынка акций формируют устойчивый разрыв между текущей и целевой капитализацией; при этом токенизация способна воздействовать на капитализацию через (I) расширение доступности инвестиций и базы инвесторов; (II) снижение транзакционных издержек выпуска/учёта/расчётов; (III) рост вторичной ликвидности и (IV) повышение прозрачности и качества оценки активов. Сценарная оценка показывает потенциальный вклад токенизации в прирост капитализации на уровне 3–8 п.п. ВВП к 2030 году при ключевом условии формирования ликвидного вторичного обращения и механизмов ценового обнаружения на регулируемой инфраструктуре.

С учётом перехода к внутренним источникам финансирования в условиях санкционного давления токенизация может рассматриваться как один из практических механизмов мобилизации внутреннего капитала и расширения предложения инвестиционных инструментов без прямого выхода эмитента на IPO. Вытекающие прикладные выводы сводятся к: устранению правовой неопределённости корпоративных действий по токенизированным акциям; запуску и масштабированию вторичного обращения под надзором Банка России; применению пропорциональных механизмов защиты инвесторов при одновременном стимулировании участия институциональных участников рынка. Дополнительно требуется согласование частноправовой квалификации цифровых объектов и способов защиты прав инвестора, чтобы минимизировать риски неопределённости статуса цифровых прав; а расширение розничного сегмента спроса предполагает меры по повышению финансовой грамотности, поскольку эмпирически подтверждается её влияние на готовность инвестировать в ЦФА [8].

Авторы выражают благодарность кандидату экономических наук, доценту кафедры менеджмента Московского университета имени С.Ю. Витте Маковецкому Михаилу Юрьевичу за ценные комментарии, которые были использованы при подготовке статьи.

Список литературы

1. Андрюшин С.А. Токенизация реальных активов: классификация, предпосылки и перспективы // Экономический журнал экономики и права. – 2024. – Т. 18, № 1. – С. 88–104.
2. Овакимян Й.И., Шестаков М.М. Токенизация в финансировании малого и среднего бизнеса: международный опыт // Вестник Академии знаний. – 2025. – № 2 (67). – С. 780–785.
3. Машкова А.Д. Основные направления токенизации: частноправовые аспекты и риски регулирования // Правовая политика и правовая жизнь. – 2024. – № 2. – С. 254–263.
4. Нелюбин И.Д., Ворона Д.Р., Леднев М.В. Токенизация акций как инструмент развития рынка капитала // Вестник Евразийской науки. – 2024. – Т. 16, № S1. – С. 1–13.
5. Рыбкин А.Г. Исследование передовых зарубежных практик регулирования токенизации и возможности их адаптации для России // Вопросы инновационной экономики. – 2025. – Т. 15, № 2. – С. 629–644.
6. Ohlrogge H.Ch., Isselstein F.C. Towards an index for investable security tokens: a feasibility study // IU Discussion Papers – Business & Management. – 2024. – No. 9. – P. 1–14.
7. Переход С.А. Исследование эволюции и распределения сеньоража в криптовалютах // Теоретическая экономика. – 2025. – № 5. – С. 110–122. – DOI 10.52957/2221-3260-2025-5-110-122.

8. Дацюк П.С., Калинин П.П., Переход С.А. Влияние финансовой грамотности россиян на предпочтения инвестировать в цифровые финансовые активы // Теоретическая экономика. – 2024. – № 11. – С. 150–163. – DOI 10.52957/2221-3260-2024-11-150-163.

References

1. *Andryushin S.A.* Tokenizatsiya real'nykh aktivov: klassifikatsiya, predposylki i perspektivy // *Ekonomicheskii zhurnal ekonomiki i prava*. – 2024. – Т. 18, № 1. – С. 88–104.
2. *Ovakimyan Y.I., Shestakov M.M.* Tokenizatsiya v finansirovanii malogo i srednego biznesa: mezhdunarodnyi opyt // *Vestnik Akademii znanii*. – 2025. – № 2 (67). – С. 780–785.
3. *Mashkova A.D.* Osnovnye napravleniya tokenizatsii: chastnopravovye aspekty i riski regulirovaniya // *Pravovaya politika i pravovaya zhizn'*. – 2024. – № 2. – С. 254–263.
4. *Nelyubin I.D., Vorona D.R., Lednev M.V.* Tokenizatsiya aksii kak instrument razvitiya rynka kapitala // *Vestnik Evraziiskoi nauki*. – 2024. – Т. 16, № S1. – С. 1–13.
5. *Rybkin A.G.* Issledovanie peredovykh zarubezhnykh praktik regulirovaniya tokenizatsii i vozmozhnosti ikh adaptatsii dlya Rossii // *Voprosy innovatsionnoi ekonomiki*. – 2025. – Т. 15, № 2. – С. 629–644.
6. *Ohlrogge H.Ch., Isselstein F.C.* Towards an index for investable security tokens: a feasibility study // *IU Discussion Papers – Business & Management*. – 2024. – No. 9. – P. 1–14.
7. *Perekhod S.A.* Issledovanie evolyutsii i raspredeleniya sen'orazha v kriptovalyutakh // *Teoreticheskaya ekonomika*. – 2025. – № 5. – С. 110–122. – DOI 10.52957/2221-3260-2025-5-110-122.
8. *Datsyuk P.S., Kalinin P.P., Perekhod S.A.* Vliyanie finansovoi gramotnosti rossiyan na predpochteniya investirovat' v tsifrovye finansovye aktivy // *Teoreticheskaya ekonomika*. – 2024. – № 11. – С. 150–163. – DOI 10.52957/2221-3260-2024-11-150-163.

Статья поступила в редакцию: 21.02.2026

Received: 21.02.2026

Статья принята к публикации: 26.02.2026

Accepted: 26.02.2026