

# **Может ли Revenue Based Financing (RBF) заменить модель «window guidance» для стимулирования двузначного роста ВВП без инфляции?**

## **I. Введение: Постановка Вопроса и Аналитический Подход**

Настоящий отчет посвящен детальному анализу вопроса о возможности замены исторического инструмента монетарной политики Японии, известного как «window guidance», на современный финансовый механизм — финансирование на основе выручки (Revenue Based Financing, RBF). Цель исследования — определить, способен ли RBF, будучи рыночным, децентрализованным инструментом, воспроизвести макроэкономические результаты, достигнутые «window guidance», в частности, стимулирование двузначного роста валового внутреннего продукта (ВВП) при низком уровне инфляции.

Для всестороннего понимания необходимо четко определить обе концепции. «**Window guidance**» (яп. 窓口指導) представлял собой неформальный, но мощный инструмент централизованной монетарной политики, используемый Банком Японии для прямого регулирования объема и направления банковского кредитования.<sup>1</sup> Он был неотъемлемой частью индустриальной политики, нацеленной на формирование структуры экономики.

**Revenue Based Financing (RBF)**, напротив, является современным, частным и неразводняющим видом финансирования, при котором инвесторы предоставляют капитал растущим компаниям в обмен на фиксированный процент от их будущей валовой выручки до достижения определенной суммы выплат.<sup>2</sup>

Центральный тезис данного отчета заключается в том, что, несмотря на кажущиеся поверхностные сходства, эти две модели относятся к принципиально разным экономическим эпохам и парадигмам. Их фундаментальные различия в природе,

масштабах и механизмах воздействия делают их взаимозаменяемость невозможной. «Window guidance» был инструментом административного принуждения на макроэкономическом уровне, в то время как RBF — это инструмент децентрализованного выбора, предназначенный для оптимизации финансирования на микроуровне.

## **II. Исторический Прецедент: Модель «Window Guidance» в Японии**

### **2.1. Концептуальные Основы и Механизм Централизованного Управления**

«Window guidance», или «руководство через окно», представляет собой инструмент неформального регулирования, который использовался Банком Японии для контроля над банковским кредитованием.<sup>1</sup> В отличие от классических инструментов монетарной политики, таких как процентные ставки или операции на открытом рынке, эта политика не была рыночным механизмом. Она базировалась на принципе «доброжелательного принуждения» (benevolent compulsion), в рамках которого Банк Японии устанавливал прямые количественные лимиты на объемы кредитования для коммерческих банков.<sup>1</sup> Это позволяло правительству направлять финансовые потоки в стратегически важные отрасли, поддерживая восстановление и рост экономики после Второй мировой войны.

Механизм действия «window guidance» был основан на административном контроле, а не на рыночном ценообразовании. В условиях, когда частному сектору было запрещено выпускать корпоративные облигации, а финансовая система была закрыта, Банк Японии обладал «полным контролем» над денежной массой и ее распределением.<sup>1</sup> Этот инструмент был по своей сути централизованным, направленным на воздействие на всю экономику через точечное регулирование ключевых финансовых посредников.

### **2.2. Роль в Японском Экономическом Чуде**

Модель «window guidance» сыграла решающую роль в послевоенном восстановлении

Японии и ее «экономическом чуде». Она позволила обеспечить стабильное и предсказуемое финансирование для промышленных предприятий, что стало критически важным для реализации таких амбициозных программ, как «план удвоения доходов» в 1960-х годах.<sup>1</sup> Целенаправленное распределение капитала в стратегические сектора — тяжелую промышленность, экспортные производства — способствовало быстрому наращиванию производственных мощностей и росту совокупного предложения.

Политика была разработана как инструмент индустриальной, а не только монетарной политики. Ее цель заключалась не просто в управлении объемом денежной массы, но и в качественном распределении капитала, что позволило государству выступать в роли центрального планировщика. Способность правительства подавлять альтернативные источники финансирования, такие как выпуск корпоративных облигаций и приток прямых иностранных инвестиций, обеспечивала исключительную эффективность этого механизма. Он был предназначен для воздействия на макроэкономические показатели путем целенаправленного воздействия на структуру экономики, а не просто на совокупный спрос.<sup>1</sup>

## 2.3. Причины Неэффективности и Отказа

Эффективность «window guidance» начала снижаться в 1980-х годах, что было напрямую связано с либерализацией японской финансовой системы.<sup>1</sup> Снятие жесткого капитального контроля, развитие рынка облигаций и рост иностранных инвестиций позволили банкам и корпорациям обходить централизованные ограничения. Эта политика оказалась хрупкой и неспособной адаптироваться к изменяющейся рыночной среде, что привело к ее постепенному вытеснению другими, менее директивными инструментами, такими как количественное смягчение.<sup>1</sup>

Кульминацией стало использование «window guidance» в период «пузыря» на рынке активов в конце 1980-х, когда Банк Японии попытался обуздить рост кредитования. Однако, как показал опыт, либерализация финансовых рынков подорвала его единственность.<sup>5</sup> Неспособность политики контролировать инфляцию активов и последующие «потерянные десятилетия» стали доказательством ее непригодности в условиях развитого и открытого рынка. Это стало важным уроком для других стран, в частности для Китая, который сталкивался с аналогичными вызовами, связанными с укреплением централизованного контроля в условиях либерализации.<sup>5</sup>

## III. Современный Рыночный Инструмент: Revenue

# **Based Financing (RBF)**

## **3.1. Определение и Принцип Работы**

Revenue Based Financing (RBF) — это модель финансирования, при которой инвестор предоставляет капитал компании, а взамен получает определенный процент от ее будущей валовой выручки до тех пор, пока не будет выплачена заранее оговоренная сумма, называемая «капом» (cap).<sup>2</sup> Эта сумма обычно составляет от 1.2 до 3 раз больше первоначальных инвестиций.<sup>7</sup> RBF является неразводняющей формой финансирования, что означает, что основатели и менеджмент компании сохраняют полный контроль и владение, поскольку инвестор не получает долю в капитале.<sup>2</sup>

RBF занимает уникальное промежуточное положение между традиционным банковским кредитом и венчурным капиталом.<sup>2</sup> В отличие от банковского кредита, он не требует залога, активов или личных гарантий основателей, что делает его доступным для многих стартапов и малых предприятий, не имеющих значительной материальной базы.<sup>2</sup> В отличие от венчурного капитала, RBF не предполагает продажу доли, что позволяет основателям избежать разводнения и сохранить контроль над своим бизнесом.<sup>7</sup>

## **3.2. Ключевые Характеристики и Целевая Аудитория**

Ключевым преимуществом RBF является гибкость выплат. Платежи напрямую привязаны к выручке, что позволяет компаниям выплачивать меньше в «плохие» месяцы и больше — в периоды быстрого роста.<sup>2</sup> Это существенно снижает финансовую нагрузку и риски кассовых разрывов.<sup>9</sup> Кроме того, процесс привлечения RBF значительно быстрее, чем традиционное банковское или венчурное финансирование, что позволяет компаниям оперативно использовать открывшиеся возможности.<sup>7</sup>

Однако у RBF есть и свои ограничения. Он подходит только для компаний, уже генерирующих выручку, что делает его непригодным для стартапов на пре-выручке.<sup>9</sup> Хотя RBF дешевле венчурного капитала, его стоимость может быть выше, чем у традиционного банковского кредита, особенно для быстрорастущих компаний, поскольку инвестор получает больший доход в более короткие сроки.<sup>2</sup> Объемы финансирования, как правило, значительно меньше, чем в венчурном капитале, обычно

варьируясь от \$10 тыс. до \$20 млн.<sup>9</sup>

RBF идеально подходит для бизнесов с предсказуемыми и повторяющимися потоками доходов, таких как компании SaaS (Software as a Service), e-commerce и D2C (Direct-to-Consumer).<sup>2</sup> Для них выручка является ключевым показателем, отражающим ценность бизнеса.

### **3.3. Влияние на Микроуровне**

На микроуровне RBF является мощным инструментом оптимизации капитала, который помогает предпринимателям в различных аспектах развития бизнеса. Компании используют его для расширения продаж и маркетинга, инвестирования в продукт, выкупа долей старых партнеров, снижения долговой нагрузки или просто для продления «денежной полосы» (cash runway) между раундами венчурного финансирования.<sup>13</sup> Этот механизм позволяет предприятиям расти на своих собственных условиях, избегая жестких требований, часто навязываемых венчурными инвесторами.<sup>6</sup>

Появление и стремительный рост RBF (прогнозируемый CAGR от 61.8% до 70.1% до 2027 года)<sup>8</sup> является не просто появлением новой ниши, а отражением фундаментальной трансформации современной экономики. Традиционные финансовые институты, такие как банки, оценивают бизнесы на основе материальных активов (зданий, оборудования), которые могут служить залогом.<sup>2</sup> Однако ценность большинства современных цифровых компаний заключается в нематериальных активах, таких как интеллектуальная собственность, клиентская база и, самое главное, повторяющаяся выручка.<sup>14</sup> RBF является рыночным ответом на этот сдвиг, предоставляя инструмент, который позволяет капитализировать новую форму стоимости и финансировать бизнесы, которые традиционные модели считают слишком рискованными или не имеющими залога.<sup>14</sup>

## **IV. Фундаментальный Сравнительный Анализ: RBF vs. «Window Guidance»**

### **4.1. Сравнительная Таблица Ключевых Атрибутов**

Для наглядного сопоставления двух моделей представим их ключевые атрибуты в табличной форме.

<b>Атрибут</b>	«Window Guidance» (Япония, 1960-70-е)	Revenue-Based Financing (RBF) (Современный)
<b>Природа инструмента</b>	Монетарный (административный, директивный)	Рыночный (контрактный, децентрализованный)
<b>Масштаб воздействия</b>	Макроэкономический (национальная экономика)	Микроэкономический (отдельные фирмы)
<b>Субъект управления</b>	Центральный банк (Банк Японии)	Частные инвесторы и финтех-платформы
<b>Механизм распределения</b>	Прямые квоты/указания («push»-механизм)	Децентрализованный анализ данных и спрос рынка («pull»-механизм) <sup>14</sup>
<b>Целевые объекты</b>	Стратегически важные отрасли (промышленность)	Компании с предсказуемой выручкой (SaaS, e-commerce)
<b>Фокус</b>	Контроль денежной массы и направление капитала	Оптимизация структуры капитала фирмы
<b>Влияние на инфляцию</b>	Инструмент контроля инфляции на макроуровне (не всегда успешный)	Косвенное, минимальное влияние на макроинфляцию
<b>Залог</b>	Неформальное обязательство и контроль ЦБ	Будущая выручка <sup>12</sup>

<b>Связь с владельцами</b>	Никакого влияния на владение	Сохранение полного владения и контроля <sup>2</sup>
----------------------------	------------------------------	---

## 4.2. Ответ на Главный Вопрос: Почему RBF не может заменить «window guidance»?

Прямая замена RBF на «window guidance» для достижения тех же макроэкономических результатов невозможна. Это утверждение основывается на фундаментальных различиях, выявленных в ходе анализа. «Window guidance» был инструментом **централизованного принуждения**, предназначенным для управления всей экономикой, в то время как RBF — это инструмент **децентрализованного выбора**, предназначенный для оптимизации финансирования на уровне отдельных фирм. Один — это «пуш»-механизм (административное навязывание капитала), другой — «пул»-механизм (гибкое реагирование на рыночный спрос).

Воздействие RBF на рост ВВП является **косвенным и инкрементальным**. Он позволяет тысячам отдельных бизнесов расти (CAGR до 70% на рынке RBF), что в совокупности, конечно, вносит вклад в общий ВВП.<sup>8</sup> Однако RBF не является рычагом для прямого, целенаправленного стимулирования двузначного роста в стратегических отраслях, как это делала японская модель.<sup>1</sup> Влияние RBF на экономику не определяется государственной стратегией, а является результатом множества индивидуальных, коммерческих решений, основанных на рыночной целесообразности.

Кроме того, RBF не является инструментом контроля за инфляцией. Его влияние на инфляционные процессы минимально и опосредовано, поскольку он не связан с макроэкономическим управлением денежной массой. В отличие от монетарной политики, он не может «сдерживать» инфляцию в масштабах, сравнимых с государственным регулированием.

Это различие можно также рассматривать как разницу между управлением **качеством** и **количеством** финансирования. «Window guidance» был инструментом для управления качеством финансирования (направление капитала в стратегические отрасли), в то время как RBF является инструментом для оптимизации условий финансирования (гибкость, отсутствие разводнения) для бизнеса, который уже функционирует. Таким образом, «window guidance» был инструментом национальной индустриальной стратегии, а RBF — продуктом частного сектора, предназначенным для оптимизации структуры капитала.

## V. Роль Государства и Новые Подходы в Эпоху RBF

### 5.1. Государственное Участие в Private RBF

Государственное участие в частных моделях RBF носит ограниченный характер и не ставит целью макроэкономическое стимулирование. Например, в Соединенных Штатах государственные агентства поддерживают RBF-фонды через некоммерческие финансовые институты развития сообщества (CDFIs).<sup>17</sup> Эта поддержка направлена на развитие предпринимательства и предоставление финансирования малым и средним предприятиям, особенно в недостаточно обслуживаемых сообществах. Объем такого финансирования, обычно не превышающий \$1 млн, и его целевое назначение подтверждают, что это не инструмент для стимулирования роста ВВП на национальном уровне, а скорее механизм точечной поддержки и развития.<sup>17</sup>

### 5.2. Гибридные и «Результато-ориентированные» Модели (RBF в Public Policy)

Важно отметить, что существует другой, созвучный концептуально подход, известный как **Results-Based Financing (RBF)**, который используется в публичной политике. Эта модель предполагает, что выплаты производятся только после достижения заранее оговоренных и независимо верифицированных результатов, таких как количество созданных рабочих мест, доступ к чистой воде или снижение выбросов углерода.<sup>18</sup>

Этот подход, хотя и имеет схожее название, отличается от обеих обсуждаемых моделей. Он не является инструментом монетарной политики, как «window guidance», и не является чисто коммерческим продуктом, как частный RBF. Его применение в секторах здравоохранения, образования и климатических инициатив показывает, как современное государство адаптирует рыночные принципы для достижения общественных целей.<sup>18</sup> Вместо того чтобы навязывать капитал (как это делал «window guidance»), он

**стимулирует** его через оплату за результат. Этот подход использует «пул»-механизм, создавая спрос на определенные результаты, что является кардинальным отличием от

«пуш»-механизма, использованного в Японии.

Само существование двух разных, но созвучных терминов (Revenue-Based Financing и Results-Based Financing) отражает трансформацию подходов. Частный RBF возник как коммерческий ответ на потребности цифровой экономики. Публичный RBF является адаптацией государственных механизмов к той же гибкости и ориентации на результат, но в контексте публичной политики. Это подтверждает главный вывод: современные подходы, даже с похожим названием, работают принципиально иначе, чем административные рычаги прошлого.

## VI. Заключение и Рекомендации

Проведенный анализ убедительно показывает, что прямая замена модели «window guidance» на Revenue Based Financing (RBF) для достижения двузначного, неинфляционного роста ВВП невозможна. Эти инструменты принадлежат к разным эпохам и экономическим парадигмам, что делает их фундаментально несовместимыми.

- «**Window guidance**» был инструментом централизованного управления, который функционировал в условиях закрытой, централизованной экономики. Его успех был обусловлен специфическим историческим контекстом и способностью государства напрямую контролировать потоки капитала. В условиях глобализированных рынков этот инструмент стал неэффективным и устаревшим.
- **Revenue Based Financing** является отражением фундаментального сдвига в экономике — от экономики, основанной на материальных активах, к экономике, основанной на выручке и нематериальных активах. RBF — это не инструмент макроэкономического управления, а гибкий механизм финансирования, который оптимизирует структуру капитала на микроуровне, позволяя тысячам компаний расти без разводнения. Его вклад в ВВП является результатом совокупного эффекта этих децентрализованных решений.

**Резюме выводов:** RBF не может быть заменой «window guidance» из-за их принципиально разной природы, целей и масштабов действия. RBF — это решение для проблемы финансирования бизнеса в цифровую эпоху, в то время как «window guidance» был инструментом для строительства индустриальной экономики.

**Рекомендации:** Вместо попыток воспроизвести устаревшие и неэффективные методы централизованного контроля, современная политика должна быть направлена на поддержку инновационных, рыночно-ориентированных финансовых моделей. Это может включать:

1. **Стимулирование рынка частного RBF:** Создание благоприятной регуляторной

среды для развития платформ RBF, что позволит бизнесам с предсказуемыми доходами получать капитал быстрее и с меньшими издержками, что в свою очередь будет способствовать росту на микроуровне.

2. **Использование моделей Results-Based Financing (RBF) в публичной политике:**

Применение принципов финансирования, ориентированного на результат, для достижения конкретных общественных целей (например, создание рабочих мест, поддержка климатических инициатив). Этот подход позволяет государству использовать рыночные механизмы для достижения своих целей, не прибегая к административному давлению и не нанося ущерб рыночным принципам.

В конечном счете, стимулирование экономического роста в современных условиях требует гибких, адаптивных и децентрализованных подходов, которые соответствуют реалиям глобального и цифрового рынка, а не пытаются повторить успехи административных моделей прошлого.

## Источники

1. Window guidance - Wikipedia, дата последнего обращения: сентября 8, 2025, [https://en.wikipedia.org/wiki/Window\\_guidance](https://en.wikipedia.org/wiki/Window_guidance)
2. Revenue-based financing - Wikipedia, дата последнего обращения: сентября 8, 2025, [https://en.wikipedia.org/wiki/Revenue-based\\_financing](https://en.wikipedia.org/wiki/Revenue-based_financing)
3. What is Revenue-Based Financing? - DealHub, дата последнего обращения: сентября 8, 2025, <https://dealhub.io/glossary/revenue-based-financing/>
4. Economic Growth | Explainer | Education | RBA, дата последнего обращения: сентября 8, 2025, <https://www.rba.gov.au/education/resources/explainers/economic-growth.html>
5. Effectiveness of Window Guidance and Financial Environment, дата последнего обращения: сентября 8, 2025, [https://www.boj.or.jp/en/research/wps\\_rev/rev\\_2010/data/rev10e04.pdf](https://www.boj.or.jp/en/research/wps_rev/rev_2010/data/rev10e04.pdf)
6. The Startup Founder's Guide to Revenue-based Financing [2025] | Efficient Capital Labs, дата последнего обращения: сентября 8, 2025, <https://www.ecaplabs.com/blogs/revenue-based-financing>
7. Flexibility vs Ownership: Revenue-Based vs Equity Financing - MicroVentures, дата последнего обращения: сентября 8, 2025, <https://microventures.com/flexibility-vs-ownership-revenue-based-vs-equity-financing>
8. What Is Revenue-Based Financing and How Does It Benefit Small Businesses?, дата последнего обращения: сентября 8, 2025, <https://www.dripcapital.com/en-us/resources/blog/what-is-revenue-based-financing>
9. Pros and Cons of Revenue-Based Financing - Flow Capital, дата последнего обращения: сентября 8, 2025, <https://www.flowcap.com/resources/pros-cons-of-rbf>
10. Revenue-Based Financing: What it is & How it works (2025) - re:cap, дата последнего обращения: сентября 8, 2025,

<https://www.re-cap.com/financing-instruments/revenue-based-financing>

11. Revenue-Based Financing: Flexible Funding for Startups | Qubit Capital, дата последнего обращения: сентября 8, 2025,  
<https://qubit.capital/blog/revenue-based-financing>
12. Revenue-based Financing | Compare & Apply Online | Kapitus, дата последнего обращения: сентября 8, 2025,  
<https://kapitus.com/products-services/revenue-based-financing/>
13. What Is Revenue-Based Financing and How Does It Work? - Lighter Capital, дата последнего обращения: сентября 8, 2025,  
<https://www.lightercapital.com/blog/revenue-based-financing>
14. The Skinny On Revenue-Based Financing Solutions - Fitzgerald Power, дата последнего обращения: сентября 8, 2025,  
<https://fitzgeraldpower.ie/the-skinny-on-revenue-based-financing-solutions/>
15. Revenue based financing 5 year projection 2025 onwards, дата последнего обращения: сентября 8, 2025,  
<https://royaltybasedloans.com/revenue-based-financing-5-year-projection/>
16. Revenue-Based Financing in E-Commerce - Hahnbeck, дата последнего обращения: сентября 8, 2025,  
<https://www.hahnbeck.com/revenue-based-financing>
17. Washington's Revenue-Based Financing Fund - Grow America, дата последнего обращения: сентября 8, 2025,  
<https://growamerica.org/washingtons-revenue-based-financing-fund/>
18. Results-Based Financing - Climate Policy Initiative, дата последнего обращения: сентября 8, 2025,  
<https://www.climatepolicyinitiative.org/publication/results-based-financing/results-based-financing-blueprint-may-2021/>
19. Leveraging results-based financing for urban forced displacement - World Bank Blogs, дата последнего обращения: сентября 8, 2025,  
<https://blogs.worldbank.org/en/sustainablecities/leveraging-results-based-financing-for-urban-forced-displacement>
20. Publication: Funding Development Through Results-Based Climate Finance - Open Knowledge Repository, дата последнего обращения: сентября 8, 2025,  
<https://openknowledge.worldbank.org/entities/publication/d68ae807-698c-426f-8ac7-05058d442d3f>