

ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ БЮДЖЕТНОЕ ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ
УЧРЕЖДЕНИЕ ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ
«РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА И
ГОСУДАРСТВЕННОЙ СЛУЖБЫ ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ РОССИЙСКОЙ
ФЕДЕРАЦИИ»

На правах рукописи



ПЕРШИН Андрей Анатольевич

**РАЗВИТИЕ МЕХАНИЗМОВ ФИНАНСИРОВАНИЯ ПРОЕКТОВ
ГОСУДАРСТВЕННО-ЧАСТНОГО ПАРТНЁРСТВА В
ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ КОРПОРАЦИИ**

Специальность 5.2.4 Финансы

Аннотация

диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель:

доктор экономических наук, профессор,
Календжян Сергей Оганович

Москва – 2024

Актуальность темы исследования

В последние годы в Российской Федерации наблюдается всё большее увеличение спроса на использование инструментов государственно-частного партнёрства (ГЧП) в процессе реализации инфраструктурных проектов. В 2022 году в России на различных этапах реализации находилось не менее 3724 проектов, осуществляемых в различных формах ГЧП, с общим объемом инвестиций около 5,4 трлн рублей, более 70% (3,9 трлн рублей) которых составляли средства частных инвесторов. При оценке данных показателей в динамике было выявлено увеличение объёма частных инвестиций на 79% за последние 3 года. Подобные объёмы инвестиций наряду с сохраняющейся тенденцией к росту свидетельствуют о приоритезации развития таких отношений в рамках дальнейшей модернизации инфраструктуры в Российской Федерации. Примечательным также является тот факт, что схожая тенденция наблюдается, в том числе на уровне международной практики, что неоднократно отмечалось в работах экспертов, посвящённых оценке востребованности применения механизмов ГЧП в рамках инфраструктурного развития на глобальном уровне.

Особую значимость данная проблема приобретает ввиду того, что развитие применения практики ГЧП в стране происходит неравномерно в региональном контексте. Поэтому для поддержания и развития механизмов ГЧП, а также более «равномерного» их применения на рынке, рекомендуется использовать меры стимулирования и поддержки инвесторов, такие как налоговые льготы для частных партнёров, субсидирование процентной ставки в рамках привлечения финансирования, методическое и организационное содействие государственного сектора при реализации инфраструктурных проектов и пр. Наряду с вышеперечисленным, стоит также отметить, что открытость информации о потребности в развитии инфраструктуры, которую потенциально возможно удовлетворить посредством реализации проектов государственно-частного партнёрства, может также способствовать дальнейшему развитию данного направления.

Результаты оценки сферы реализации ГЧП-проектов в России показывают необходимость дальнейшего совершенствования механизмов ГЧП для поддержания и модернизации инфраструктуры в целях непрерывного социально-экономического развития. Для достижения положительных результатов в этой области необходимо устранить существующие недочеты в инвестиционной стратегии и продолжить улучшать механизмы ГЧП в контексте их применения для реализации инфраструктурных проектов, как с точки зрения нормативного регулирования, так и с позиции практико-ориентированного методологического обеспечения. Для этого необходимо прежде всего более органично включить инструменты государственно-частного партнёрства в документы, содержащие целевые направления развития инфраструктуры в РФ, а также в государственные и муниципальные программы. Кроме того, важно продолжать стимулировать частных инвесторов к участию в проектах ГЧП, предоставляя различные льготы, методическое и организационное содействие.

Особую актуальность в данном ключе приобретает проблема предварительного анализа таких проектов в процессе инвестиционной деятельности корпораций, выступающих в роли частных партнёров. Именно они, как правило, осуществляют процесс структурирования ГЧП-проектов и ведут наиболее активное взаимодействие со всеми потенциальными стейкхолдерами. В диссертационном исследовании демонстрируется, что одним из наиболее значимых аспектов такого структурирования является процесс привлечения финансирования в проект, предполагающий проведение комплексного анализа его рисков и эффективности, а также оценку взаимодействия вовлечённых в него участников в целях соблюдения их интересов и выполнения условий, которые зачастую носят нетипичный характер. При проведении подобной оценки возникает необходимость решения следующей задачи - осуществления оптимизации структуры финансирования и денежных потоков проекта с учётом выполнения обозначенных условий и ограничений. Основная цель такой оптимизации заключается в достижении т.н. «баланса интересов» всех участников проекта, что зачастую является нетривиальной задачей. В свою очередь, от достижения

обозначенного баланса интересов напрямую зависит успешность его реализации, что дополнительно подчёркивает значимость проблематики исследования вопросов развития механизмов финансирования проектов государственно-частного партнёрства.

Степень разработанности темы исследования

В настоящее время в контексте рассмотрения вопросов государственно-частного партнёрства сложилась определённая теоретическая база. Отдельные проблемы, затрагиваемые в рамках настоящей работы, рассматривались рядом отечественных и зарубежных исследователей.

Теоретические аспекты и концептуальные особенности государственно-частного партнёрства описаны в исследованиях Алаева А. А., Бабкина И. А., Бахматовой А. К., Беляковой Ю. М., Борисовой О. В., Ваславской И. Ю., Заернюк В. М., Варнавского В. Г., Гагарина П. А., Завьяловой Е. Б., Кабашкина В. А., Клиновой М. В., Ковригиной С. В., Кохановской И. И, Крюковой Е. Л., Мироновой С. М., Мирошниковой С. Н., Мокина С. К., Петриковой Е. М. , Поспелова С. В., Рыковой И. Н., Уткина В. С., Шуриновой Е. В., Ёескомба Э. Р., Юдина А. А. и др.

Особенности реализации инфраструктурных проектов, осуществляемых посредством применения механизмов ГЧП, в рамках практико-ориентированного подхода раскрыты в работах Аджунни А. М., Бариновой А. Э., Белозерцевой А. А., Бруссера П. А., Ермаковой С.Э., Зининой О. В., Иванова А. О., Календжяна С. О., Киреевой Е. В., Коженко Я. В., Лапина А. Е., Макарова И. Н., Могучева Н. С., Савельевой Л.А. и др.

Подходы к структурированию финансирования инвестиционных проектов, реализуемых посредством использования механизмов государственно-частного партнёрства, рассматривают в своих исследованиях Алабед А. Н., Анфимова М. К. И., Аржаник Е. П., Белякова Ю. М., Бруссер П. А., Дубенко П. И., Калинин Н. В., Офин В. П., Перро Ж-И, Петюков С. Э., Рыкова И. Н., Плотникова Е. С., Савченко И. И., Чараева М. В. и др. Подобные подходы, как правило, включают в себя анализ инструментов привлечения финансирования, методики оценки рисков и

эффективности, а также описание взаимодействия между государственным и частным партнёрами в процессе реализации ГЧП-проектов.

Анализ степени разработанности проблемы показал, что на сегодняшний день всё ещё существует необходимость проведения фундаментальных исследований, направленных на выявление способов дальнейшего развития механизмов государственно-частного партнёрства, повышения эффективности их использования, углубления теоретических знаний и создания научно обоснованной методологии структурирования социально значимых проектов совместными усилиями государственного и частного секторов экономики. Помимо всего вышесказанного, наблюдается отсутствие согласованности между теоретическими основами и практическими методами реализации проектов государственно-частного партнёрства, а также наличие противоречий внутри существующей нормативной базы. Такое несоответствие может дополнительно усугубляться по причине формирования нетипичных условий реализации ГЧП-проектов, что усложняет процесс взаимодействия государственного и частного секторов в данном ключе.

Нельзя также не отметить тот факт, что в существующих исследованиях недостаточно раскрыта проблема оптимизации структуры денежных потоков проектов государственно-частного партнёрства в контексте выполнения условий основных участников таких проектов, что дополнительно подчёркивает актуальность настоящего исследования.

Цель исследования заключается в разработке теоретико-методических и научно-практических рекомендаций по совершенствованию системы управления финансами корпорации-частного партнёра в процессе реализации проектов государственно-частного партнёрства.

Для достижения указанной цели были поставлены следующие **задачи исследования**:

1. Проанализировать текущее состояние институциональной среды в сфере государственно-частного партнёрства в Российской Федерации, выявить её проблемы и определить тенденции развития;

2. Разработать модель оптимизации структуры денежных потоков ГЧП-проекта с целью достижения сбалансированного соблюдения интересов его основных участников;
3. Усовершенствовать методику анализа структуры финансирования ГЧП-проектов в контексте повышения эффективности управления финансами корпорации-частного партнёра;
4. Сформулировать рекомендации по усовершенствованию системы оценки рисков проектов государственно-частного партнёрства, обладающих международной спецификой, с целью повышения точности анализа таких проектов.

Объект исследования – финансовый механизм проектов государственно-частного партнёрства. **Предметом исследования** являются финансовые и организационно-управленческие отношения, возникающие между участниками ГЧП-проектов в Российской Федерации.

Методологическая база исследования основана на анализе современных методов применения ГЧП-механизмов при реализации инвестиционных проектов, а также фундаментальных и прикладных научных работ, проводимых российскими и зарубежными исследователями в области инвестиционного анализа, финансового менеджмента. Для решения поставленных задач использовались общенаучные методы, а также специальные методы инвестиционного и финансового анализа, методы финансового моделирования, методы экономико-математического моделирования. В рамках исследования проводилось финансовое моделирование проекта ГЧП с использованием программного обеспечения Microsoft Excel.

Информационную базу исследования составили нормативно-законодательная база, регулирующая сферу государственно-частного партнёрства в Российской Федерации, научные труды российских и зарубежных ученых в области исследуемой проблематики, аналитические материалы, информация официальных сайтов Банка России, Министерства экономического развития РФ, Федеральной службы государственной статистики, материалы экспертных агентств и конференций.

Область исследования. Тема диссертационного исследования и его содержание соответствуют специальности 5.2.4 - Финансы (экономические науки). Направления исследований (по пунктам паспорта специальности): 11. Бюджетные доходы и расходы. Сбалансированность бюджетов. Оценка эффективности бюджетных расходов; 15. Корпоративные финансы. Финансовая стратегия корпораций. Финансовый менеджмент; 18. Проектное и венчурное финансирование.

Научная новизна исследования заключается в разработке научно обоснованного методического подхода и практических рекомендаций по совершенствованию механизмов финансирования проектов государственно-частного партнёрства в рамках инвестиционной деятельности корпорации, выступающей в роли частного партнёра.

Основные научные результаты исследования, полученные автором и выносимые на защиту, состоят в следующем:

1. Выявлены и структурированы основные проблемы применения механизмов государственно-частного партнёрства для реализации инфраструктурных проектов в Российской Федерации в контексте методологии их оценки и практики использования. Обоснована необходимость дальнейшего совершенствования институциональной среды в сфере ГЧП в рамках устойчивого социально-экономического развития государства. На основе анализа эмпирических данных определены структура и динамика российского рынка ГЧП, а также выявлены текущие тенденции развития сферы государственно-частного партнёрства. Установлено, что наблюдаемые на сегодняшний день вышеописанные тенденции являются следствием заинтересованности участников соответствующей институциональной среды в скорейшей адаптации к стремительно меняющимся условиям функционирования российской экономики, что дополнительно подчёркивает значимость обозначенной проблемы развития институциональной среды ГЧП в Российской Федерации.

2. Разработана модель оптимизации денежных потоков в проектах государственно-частного партнёрства, которая позволяет подбирать рациональные

условия финансирования, ориентированные на сбалансированное соблюдение интересов всех основных участников таких проектов при одновременном соблюдении определённых ограничений. Предлагаемая модель является результатом развития методики структурирования проектного финансирования Э. Бодмера, адаптированной для применения в проектах государственно-частного партнёрства, обладающих раскрытой в настоящем исследовании спецификой. Методическая ценность данного подхода обусловлена тем, что он позволяет решить не только проблему минимизации нагрузки на бюджет государственного партнёра, но и задачу достижения «баланса интересов» стейкхолдеров проекта.

3. Разработан усовершенствованный подход к анализу структуры финансирования ГЧП-проектов, базирующийся на предположении о том, что доля заёмных средств в общей структуре финансирования проекта может выступать инструментом оптимизации структуры капитала компании-инвестора. Решение подобной задачи предлагается через применение описанной в настоящем исследовании методики расчёта рациональной структуры финансирования инвестиционного проекта посредством вычисления интервала приемлемых значений доли заёмного финансирования такого проекта, оптимизирующих структуру капитала компании-инвестора. Предлагаемый подход является развитием классической методики оптимизации средней стоимости капитала, основанной на расширенной теории Модильяни-Миллера. Методическая ценность данного подхода обусловлена тем, что помимо определения рациональной экономически обоснованной структуры финансирования проекта, он позволяет решить задачу минимизации стоимости капитала компании-инвестора.

4. Сформулированы рекомендации по усовершенствованию системы оценки рисков проектов государственно-частного партнёрства, обладающих международной спецификой. Предложена методика, позволяющая производить корректировку прогнозируемых денежных потоков проекта с целью получения более реалистичной оценки его коммерческой эффективности, учитывающей поправку на риск неблагоприятного изменения валютного курса. На основании полученных результатов апробации данного подхода на рассматриваемом в

настоящей работе примере ГЧП-проекта была обоснована целесообразность его применения в рамках оценки проектов государственно-частного партнёрства, обладающих международной спецификой.

Теоретическая значимость исследования заключается в расширении существующей методологии управления финансами корпорации в процессе использования ГЧП-механизмов. Полученные результаты позволяют усовершенствовать существующую методологию управления социально значимыми инфраструктурными ГЧП-проектами, а также определить актуальные инструменты и методы развития механизмов финансирования таких проектов в рамках инвестиционной деятельности корпорации-частного партнёра.

Практическая значимость исследования состоит в том, что основные методические и прикладные результаты, представленные в работе, могут быть использованы в деятельности корпораций, вовлечённых в реализацию ГЧП-проектов (потенциальных частных партнёров), государственных органов, заинтересованных в использовании ГЧП-механизмов для развития инфраструктуры (потенциальных публичных партнёров), банков и институтов развития, осуществляющих финансирование проектов государственно-частного партнёрства (финансирующие организации), аудиторских и консалтинговых фирм, оказывающих услуги в рамках реализации ГЧП-проектов, и органов исполнительной власти, отвечающих за независимую оценку и контроль реализации проектов государственно-частного партнёрства.

Результаты исследования предназначены для развития существующих и разработки новых методологических положений по оценке финансовой состоятельности подобных проектов, регламентирующих деятельность сферы ГЧП, а также для применения в системе высшего и дополнительного профессионального образования в рамках преподавания дисциплин «Корпоративные финансы», «Управление проектами государственно-частного партнерства» и пр.

Апробация исследования

Отдельные результаты исследования используются в практической деятельности предприятия сферы реализации проектов государственно-частного партнёрства ООО «РЕГИОН Концессия», входящего в Группу компаний «РЕГИОН», что подтверждается справкой об использовании. В частности, применяются следующие положения, представленные в диссертационной работе: модель оптимизации денежных потоков проектов государственно-частного партнёрства, подходы к выстраиванию процесса взаимодействия с основными стейкхолдерами ГЧП-проектов, практические рекомендации по развитию методов анализа структуры финансирования ГЧП-проектов на этапе их предварительного анализа, а также предложения по развитию системы оценки рисков таких проектов.

Перечень публикаций автора в рецензируемых научных изданиях, входящих в «Перечень рецензируемых научных изданий, в которых должны быть опубликованы основные научные результаты диссертаций, установленный ВАК при Минобрнауки РФ»:

1. Абрамов А. Е., Першин А. А., Чернова М. И. Подходы к измерению государственного сектора и оценке его эффективности // Финансовый журнал. – 2023. – Т. 15. – № 2. – С. 27–46. – DOI: 10.31107/2075–1990-2023-2-27-46
2. Горшенин В. П., Першин А. А. Волатильность валюты как один из факторов, влияющих на инвестиционную привлекательность государства // Московский экономический журнал. – 2020. – № 8 – С. 18. – DOI: 10.24411/2413-046X-2020–10573
3. Календжян С. О., Першин А. А. Тенденции развития институциональной среды в рамках применения механизмов государственно-частного партнёрства в современной России // Экономика, предпринимательство и право. – 2024. – Т. 14. – № 4. – С. 1257-1270. – DOI: 10.18334/err.14.4.120889
4. Першин А. А. Методологические подходы к оценке эффективности проектов государственно-частного партнёрства // Публикация планируется к выходу в журнале «Экономика, предпринимательство и право». – 2024. – Т. 14. – № 8. – DOI: 10.18334/err.14.8.121126

5. Першин А. А. Оптимизация структуры денежных потоков как одна из задач предварительного анализа проектов государственно-частного партнёрства // Публикация планируется к выходу в журнале «Экономика, предпринимательство и право». – 2024. – Т. 14. – № 7. – DOI: 10.18334/err.14.7.121102

6. Першин А. А. Оптимизация структуры капитала компании как одна из целей реализации инвестиционных проектов // Экономика, предпринимательство и право. – 2023. – Т. 13 – № 5. – С. 1717–1728. – DOI: 10.18334/err.13.5.117811

7. Першин А. А. Особенности и перспективы инвестирования в международные инвестиционные проекты с применением механизмов государственно-частного партнёрства // Публикация планируется к выходу в журнале «Экономика, предпринимательство и право». – 2024. – Т. 14. – № 5. – DOI: 10.18334/err.14.5.120888

Прочие публикации

8. Цифровые траектории экономики и финансов в XXI веке: монография / Криничанский К. В., Рубцов Б. Б., Криничанский К. В. (под ред.), Рубцов Б. Б. (под ред.), Абрамов А. Е., Абрамова М. А., Безсмертная Е. Р., Генкин А. С., Дубова С. Е., Евлахова Ю. С., Зеленева Е. С., Зиновьева Е. А., Карпова Е. Н., Маркова О. М., Молчанов И. Н., Молчанова Н. П., Першин А. А., Рубеж М. Г., Рябова С. С., Чараева М. В., Чекункова И. А., Чернова М. И.; под ред. К. В. Криничанского, Б. Б. Рубцова.

Объем и структура работы

Диссертационная работа состоит из введения, трех глав, каждая из которых содержит три параграфа, заключения, включает 30 таблиц, 31 рисунок, 10 приложений и 138 библиографических источников.