

На правах рукописи

**АНФИМОВА МАРИЯ КРИСТИНА ИГОРЕВНА**

**СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ ФИНАНСОВОГО МЕХАНИЗМА  
ГОСУДАРСТВЕННО-ЧАСТНОГО ПАРТНЕРСТВА**

**Специальность 08.00.10. – Финансы, денежное обращение и кредит**

**АВТОРЕФЕРАТ**  
**диссертации на соискание ученой степени**  
**кандидата экономических наук**

**Москва – 2016**

Диссертация выполнена на кафедре «Финансы и кредит» экономического факультета Федерального государственного автономного образовательного учреждения высшего образования «Российский университет дружбы народов» (РУДН)

**Научный руководитель:** **Карпова Дарья Павловна,**  
кандидат экономических наук, доцент  
доцент кафедры «Финансы и кредит»  
Экономического факультета РУДН

**Официальные оппоненты:** **Мантаева Эльза Ивановна,**  
доктор экономических наук, профессор  
проректор по экономике и инновациям ФГБОУ  
ВО «Калмыцкий государственный университет  
имени Б.Б. Городовикова»  
**Горбачева Наталья Викторовна,**  
кандидат экономических наук, доцент  
старший научный сотрудник ИЭОПП СО РАН

**Ведущая организация:** Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение высшего образования «Волгоградский государственный технический университет»

Защита состоится «18» октября 2016 г. в \_\_\_:\_\_\_ часов на заседании диссертационного совета Д 212.203.30 при РУДН по адресу: 117198, г. Москва, ул. Миклухо-Маклая, д.6, зал №1.

С диссертацией можно ознакомиться в Научной библиотеке РУДН по адресу: 117198, г. Москва, ул. Миклухо-Маклая, д.6.

Объявление о защите и текст автореферата размещены на официальном сайте Высшей аттестационной комиссии при Министерстве образования и науки РФ (<http://vak.ed.gov.ru>) и на сайте РУДН (<http://dissovet.rudn.ru>)

Автореферат разослан « » \_\_\_\_\_ 20\_\_ г.

Ученый секретарь

диссертационного совета Д 212.203.30

доктор экономических наук, профессор

Голодова Ж.Г.

## ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

**Актуальность темы исследования.** Опыт реализации социально значимых проектов государственно-частного партнерства (ГЧП), применяемый в Российской Федерации последние десятилетия в сфере здравоохранения, образования, развития транспортной инфраструктуры (автомобильные и железные дороги, аэропорты, мосты и пр.), строительства жилых и нежилых объектов, жилищно-коммунального хозяйства, сельского хозяйства и прочих отраслей обуславливает необходимость проведения научных исследований, направленных на выявление особенностей финансирования проектов с использованием механизма государственно-частного партнерства. Также важно исследовать организацию их реализации на всех этапах, начиная от прединвестиционной подготовки, аудита эффективности использования выделяемых на подобные проекты финансовых средств и заканчивая подготовкой соответствующих предложений.

Взаимодействие государства с частным сектором в целях решения общественно значимых задач осуществляется довольно продолжительное время, однако появление новых форм взаимоотношений между экономическими агентами и постоянное усложнение социально-экономической жизни в целом, делают выполнение государством общественно-значимых функций более затруднительным. Реализация проектов ГЧП зачастую оторвана от общей стратегии развития региона, в то же время, вызовы вынуждают бизнес искать новые объекты для инвестирования, что обуславливает необходимость уточнения базовых принципов реализации подобных проектов.

Сложность и комплексность решаемой задачи (реализации проектов государственно-частного партнерства) обусловила необходимость уточнения ряда методических и организационно-экономических подходов к развитию механизма прединвестиционной подготовки проектов ГЧП, целостной проработке договоров на стадии обсуждения проектов, а также механизма организации их реализации.

Это требует научного обоснования форм, методов и источников финансирования проектов, распределения рисков между партнерами, закрепления ответственности сторон, так как в ходе их реализации постоянно происходят корректировки, направленные на поиск более современных и эффективных механизмов привлечения финансовых средств и организации процессов реализации проектов государственно-частного партнерства.

В условиях взятого государством курса на развитие инициативы государственно-частного партнерства, включающего масштабную работу по разработке соответствующей институциональной среды и нормативно-правового поля, а также информационно-просветительскую деятельность в сочетании с элементами бюджетного планирования (зачастую возможности государственно-частного партнерства используются в рамках реализации национальных проектов/целевых программ) требует проведения исследований в этой области и выработки практических рекомендаций.

Все проводимые преобразования в сфере финансирования и организации проектов государственно-частного партнерства должны учитывать влияние

современной финансово-экономической ситуации, состояние экономики страны, влияние внешней экономической деятельности на эти процессы и способствовать обеспечению финансовыми средствами проектных мероприятий, в том числе в кризисных ситуациях, что требует подготовки соответствующих предложений, ориентированных на достижение целей проектов и нейтрализацию негативных тенденций при реализации проектов государственно-частного партнерства.

**Степень научной разработанности проблемы.** Проблемы совершенствования финансового механизма государственно-частного партнерства, а также развития государственно-частного партнерства в целом, проблемы финансового обеспечения инвестиционной и проектной деятельности, оценки эффективности таких проектов, повышение качества взаимодействия государственного сектора с частным получили широкое освещение в работах отечественных и зарубежных экономистов.

Обоснование путей повышения эффективности реализации проектов ГЧП в строительной отрасли относится к числу важнейших направлений исследований инвестиционной проблематики. Ее первоисточниками являются положения экономической теории, раскрывающие связь ресурсов и результатов экономического развития, таких как теории накопления, теории воспроизводства, теории экономической динамики, теории экономического роста, раскрытые в работах Домара Е., Кейнса Дж. М., Леонтьева В.В., Маршалла А., Смита А., Солоу Р., Харрода Р., Шумпетера Й. и других ученых. Также в значительной мере способствовали изучению вопросов формирования и реализации инвестиционной политики и проектного финансирования труды таких зарубежных авторов как Александер Г. Дж., Бейли Дж., Блэк Ф., Бирман Г., Скоулс М.С., Шарп У., Шмидт С. и др.

Проблемам повышения эффективности реализации инвестиционных проектов посвящены труды отечественных авторов Бланка И.А., Бочарова В.В., Бруссера П.А., Лимитовского М.А., Мантаевой Э.И., Удовиченко А.И. Существенный вклад в изучение проблемы совершенствования механизма взаимодействия государства и бизнеса внесли Авеков В.В., Варнавский В.Г., Игнатюк Н.А., Ковалев А.М., Манько Н.Н., Рожкова С.А.

Различные аспекты управления строительными организациями исследуются в работах Асаула А.Н., Бузырева В.В., Васильева В.Д., Долятовского В.А., Казанского Ю.Н., Немчина А.М., Панибратова Ю.П., Чикишевой Н.М. и ряда других.

В последние годы проблеме развития государственно-частного партнерства в России уделяли внимание Быстряков А.Я., Григорьева Е.М., Карпова Д.П., Климов П.Е., Лазарев А.А., Мурадова Ю.А., Пономарев А.С., Савенкова Е.В., Томашевский Е.Ю.

В то же время наблюдается оторванность практических подходов от теории организации проектов, основанных на государственно-частном партнерстве, а также от существующей законодательной базы, и это несоответствие усиливается в связи с изменением внутренних и внешних условий реализации проектов с участием государства и частного сектора. Сохраняется еще асимметричность в

законодательных актах, а также в подходах к разработке и осуществлению государственной политики в сфере развития инициативы ГЧП. Несмотря на высокую актуальность проблемы повышения эффективности использования и развития механизма ГЧП, наличие фундаментальных исследований, направленных на поиск путей ее решения, необходимость углубления теоретических знаний и разработки научно-обоснованных механизмов финансового обеспечения реализации социально значимых проектов совместными силами государства и частного сектора экономики, сохраняет свою значимость. Концептуальные положения настоящего исследования, посвященного научному обоснованию развития механизма ГЧП и формирования необходимой институциональной среды, обеспечения высокого качества и эффективности использования механизма государственно-частного партнерства, рассматриваются в работе как логическое продолжение и развитие работ ученых, в том числе экономических кафедр Российского университета дружбы народов.

**Цель и задачи исследования.** Цель диссертационного исследования заключается в разработке системы мер, направленной на совершенствование механизма финансового взаимодействия государства и частного сектора на основе развития государственно-частного партнерства в Российской Федерации.

Исходя из поставленной цели, определены следующие **задачи** исследования:

1. на основе исследования теории и практики реализации проектов государственно-частного партнерства уточнить базовые принципы организации ГЧП для создания эффективного финансового механизма его реализации;
2. исследовать возможности применения реальных опционов в проектах государственно-частного партнерства;
3. предложить инструменты реализации финансового механизма в части стимулирования развития государственно-частного партнерства;
4. разработать систему мер по совершенствованию финансового механизма государственно-частного партнерства.

**Объектом исследования** является финансовый механизм государственно-частного партнерства.

**Предметом исследования** является совокупность финансовых отношений, возникающих в процессе взаимодействия государства и частного сектора по вопросам реализации проектов ГЧП.

**Область диссертационного исследования.** Тема диссертационного исследования и его содержание соответствуют требованиям паспорта специальности ВАК 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» (экономические науки) по следующим пунктам: 2.14. Финансирование инвестиционных процессов на федеральном и региональном уровне; 3.12. Структура и взаимосвязь механизма финансового взаимодействия государства и корпоративных финансов в рыночных условиях; 3.25. Финансы инвестиционного и инновационного процессов, финансовый инструментальный инвестирования.

**Научная новизна** исследования заключается в обосновании теоретических положений финансового взаимодействия государства и частного сектора и

разработке предложений по совершенствованию финансового механизма государственно-частного партнерства.

Наиболее существенными являются следующие результаты, характеризующие научную новизну и личный вклад автора:

1) обоснованы базовые принципы реализации проектов ГЧП, обеспечивающие взаимосвязь и интеграцию отдельных мероприятий, реализуемых в рамках финансового механизма государственно-частного партнерства, которые включают: формирование комплексной долгосрочной стратегии развития конкретной территории; определение потребности в привлечении дополнительных ресурсов для реализации проектов; учет связи между реализуемыми проектами; свободная конкуренция, создающая благоприятные условия для применения финансового механизма ГЧП;

2) доказана эффективность применения реальных опционов в проектах государственно-частного партнерства как инструмента повышения ценности проекта, позволяющего принимать и аргументировать инвестиционные решения, увеличивать отдачу от проекта и/или улучшать условия его реализации, что ведет к повышению эффективности его реализации;

3) предложены инструменты реализации финансового механизма в части стимулирования развития ГЧП, которые направлены на социально-экономическое развитие регионов и страны в целом, позволяющие привлекать новые источники финансирования, не затрагивая при этом право формирования стратегии проекта, в их числе: отложенный механизм оплаты, финансовое лидерство, синдицированное кредитование, мезонинное финансирование (сочетание долевого и долгового финансирования);

4) разработана система мер, направленная на совершенствование финансового механизма государственно-частного партнерства, включая использование метода оптимального перераспределения средств и метода самофинансирования, устанавливающих взаимосвязь финансовой результативности проекта и применения различных схем движения финансовых потоков. Это позволит обеспечить более благоприятные финансовые условия для реализации проектов государственно-частного партнерства.

**Теоретическая и методологическая основа исследования.** Теоретическую основу исследования составляют труды отечественных и зарубежных авторов в области управления финансами предприятий, управления проектами, государственного регулирования, инвестиционного анализа, менеджмента, модернизации инфраструктуры и других областях, связанных с реализацией проектов государственно-частного партнерства. Правовую основу исследования составили нормативно-правовые документы Российской Федерации: федеральные законы и их проекты, положения, законодательные акты по регулированию бюджетного процесса, организации финансового контроля; документы министерств и ведомств, прочие.

В процессе исследования применялись методы проектного анализа, статистического анализа, метод экспертных оценок, логический анализ, системный подход, ретроспективный анализ, метод экстраполяции и др.

**Информационную базу** исследования составили научные монографии, диссертационные исследования, научные статьи из ведущих периодических изданий по финансам и экономике: «ГЧП Журнал», «Финансы и кредит», «Эксперт», «HarvardBusinessReview», «DailyFinanceJournal», «Вопросы экономики», «Российская газета» и т.д. Для исследования использованы ресурсы сети Интернет, в частности, официальные сайты Центра развития государственно-частного партнерства, Министерства строительства и жилищно-коммунального хозяйства Российской Федерации, Федеральной службы государственной статистики Российской Федерации, Министерства экономического развития Российской Федерации, прочие сайты федеральных, региональных и отраслевых министерств (как российских, так и зарубежных).

**Теоретическая значимость** проведенного исследования заключается, в том, что основные положения работы развивают теоретические и методологические основы управления реализацией социально значимых инвестиционных проектов с использованием механизма государственно-частного партнерства, определяют современные инструменты и методы совершенствования финансового механизма ГЧП и могут быть использованы в учебных курсах «Государственные и муниципальные финансы», «Бюджетная система РФ», «Инвестиции».

**Практическая значимость** проведенного исследования состоит в том, что предложенные принципы и инструменты, основанные на системном подходе и взаимоувязывающими параметрами проекта со стратегическими и макроэкономическими показателями, могут быть использованы федеральными органами государственной власти и органами государственной власти субъектов РФ в рамках политики развития ГЧП с целью совершенствования механизма финансового взаимодействия государства и бизнеса. В работе даются рекомендации в части распределения рисков между партнерами и дополнительных способов повышения эффективности реализации проекта. Предложения, разработанные в диссертации, могут использоваться Экспертным Советом при НП «Центр развития государственно-частного партнерства», Министерством экономического развития РФ, Министерством строительства и жилищно-коммунального хозяйства РФ, Министерством образования и науки РФ и контрольными органами РФ на всех стадиях и этапах реализации проектов государственно-частного партнерства.

**Апробация результатов исследования.** Результаты диссертационного исследования получили апробацию на международных и всероссийских научно-практических конференциях, среди которых: «Страны с развивающимися рынками: успехи, риски и вызовы инновационного развития» (Дубай, 2012), «Россия и СНГ: перспективы развития единого экономического пространства» (Москва, 2012), «Современная Россия в условиях модернизационных процессов: проблемы, реалии, перспективы» (Волгоград, 2013), «Научная дискуссия: вопросы экономики и управления» (Москва, 2012), «Информационное общество и информационные технологии в экономической деятельности: опыт ЕС и России» (Ростов-на-Дону, 2012-2013), «Актуальные вопросы экономики и финансов в условиях современных вызовов российского и мирового хозяйства» (Самара,

2014). Результаты диссертационной работы включены в Отчет о научно-исследовательской работе на тему: «Совершенствование механизма государственно-частного партнерства, как наиболее эффективной формы реализации крупных социально-экономических проектов в кризисных и посткризисных условиях», подготовленный кафедрой «Финансы и кредит» Российского университета дружбы народов (РУДН) в 2014 г. (вид НИР – прикладная).

**Публикации.** Основные теоретические положения и результаты диссертационного исследования опубликованы в девяти научных работах, общий объем которых составляет 2,63 п.л., в том числе 0,8 п.л. на английском языке и 0,88 п.л. в рецензируемых научных журналах, рекомендованных ВАК для опубликования научных результатов диссертационного исследования.

**Объем и структура диссертации.** Цели и задачи исследования определили логику и структуру диссертации. Диссертационная работа состоит из введения, трех глав, девяти параграфов, заключения, библиографического списка, включающего 201 наименований, приложений. Основной текст диссертации изложен на 197 страницах машинописного текста, включает 7 приложений, 15 таблиц, 34 рисунка, 19 формул.

## **ОСНОВНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ ДИССЕРТАЦИИ, ВЫНОСИМЫЕ НА ЗАЩИТУ**

### **1. Обоснованы базовые принципы реализации проектов ГЧП, обеспечивающие реализацию финансового механизма государственно-частного партнерства.**

Финансовый механизм ГЧП может быть определен как совокупность форм и способов (инструментов) организации финансовых отношений в сфере сотрудничества государства и частного сектора с целью обеспечения благоприятных условий для реализации проектов, направленных на социально-экономическое развитие соответствующей территории.

Исследование зарубежного и отечественного опыта развития государственно-частного партнерства позволило автору обосновать дополнения в базовые принципы реализации проектов ГЧП. В их числе: принцип приоритета публичных интересов, принцип федерализма, принцип взаимосвязи реализуемых проектов, принцип интеграции проектов в стратегический план развития конкретной территории, принцип свободной конкуренции, принцип гласности. Основные предложения автора, связанные с дополнением принципов изложены в таблице 1.

Данные принципы выделены в целях улучшения финансового результата при реализации проектов государственно-частного партнерства. В процессе исследования выделены ключевые проблемы, влияющие на возможность реализации этих принципов на практике, они, прежде всего, связаны с уровнем развития институциональной среды.



**Обоснование базовых принципов реализации проектов ГЧП,  
обеспечивающих реализацию финансового механизма государственно-  
частного партнерства**

<b>Принципы</b>	<b>Существующие недостатки в реализации проектов ГЧП</b>	<b>Предложенные решения</b>
Принцип приоритета публичных интересов	Отсутствие контроля со стороны гражданского общества за реализацией проектов ГЧП.	Деятельность государства и частного партнера в финансовой области в рамках соглашения о ГЧП должна в первую очередь исходить из общезначимых задач общества и регулироваться им.
Принцип федерализма	Отсутствие связи между федеральным, региональным и местным уровнями.	Сочетание общегосударственных интересов с интересами субъектов федерации.
Принцип взаимосвязи реализуемых проектов	Отсутствие общедоступной базы проектов с полной информацией о них для учета их взаимосвязи.	Учет взаимосвязи реализуемых проектов с целью равномерного и комплексного развития территорий, экономии ресурсов и средств государственного бюджета.
Принцип интеграции проектов в стратегический план развития конкретной территории	Отсутствие долгосрочного плана развития территории с учетом реализации проектов ГЧП.	Обеспечение единой политики со стороны государства в отношении всего пула проектов, реализуемых на данной территории.
Принцип свободной конкуренции (в рамках выбора частного партнера)	Действие принципа ограничено ввиду недостаточной степени развитости институциональной среды, в том числе за счет недостатков законодательства и опыта организации таких проектов.	Получение наибольшей экономической выгоды с точки зрения выбора потенциально наиболее подготовленного к реализации того или иного проекта партнера, как в финансовом, так и в организационном плане.
Принцип гласности (прозрачности)	Действие политики конфиденциальности.	Предоставление открытой и полной информации по проектам ГЧП, реализуемым и планируемым к реализации.

*Источник: составлено автором.*

Институциональная среда ГЧП в Российской Федерации создает барьеры для развития финансового механизма ГЧП, что во многом связано с отсутствием опыта в этой сфере (таблица 2).

Таблица 2

**Проблемы, препятствующие развитию институциональной среды ГЧП в России**

<b>Основные проблемы</b>	<b>Предложенные решения</b>
Отсутствие четкой продуманной стратегии развития регионов. Планы зачастую носят фрагментарный характер и не рассчитаны на комплексные проекты.	Комплексный подход к реализации каждого проекта, учитывающий стратегию развития региона и другие реализуемые проекты, связь между ними.
Некорректное управление проектом со стороны государства, возможность развития коррупции	Учет изменений не только в конкретных сферах реализации проекта, но и в смежных областях.
Неравноправие сторон	Система гарантирования инвестиций частного сектора, вложенных в объекты государственной собственности.
Низкий уровень бизнес-культуры	Организация дополнительного обучения и повышения квалификации кадров, обмена опытом между регионами, заимствования положительного зарубежного опыта, распространения знаний о ГЧП.
Краткосрочность государственного бюджетирования	Перестройка финансового планирования, исходя из потребности в долгосрочном планировании.
Отсутствие контроля со стороны гражданского общества за качеством конечного результата.	Принятие инвестиционных решений, отражающих конечные результаты реализации проекта в виде не только финансового, но и социального эффекта.

*Источник: составлено автором.*

С целью оценки влияния уровня развития институциональной среды на результат реализации проектов ГЧП автором исследовалось развитие ГЧП в Российской Федерации в разрезе регионов. Результаты анализа представлены в таблице 3.

**Сравнительный анализ финансирования проектов ГЧП  
в федеральных округах РФ, всего за период 2000-2014 гг.**

№ п/п	Федеральные округа	Min объем финансирования, млн. руб.	Max объем финансирования, млн. руб.	Среднее значение объема финансирования, млн. руб.	Отклонение среднего значения по округу от среднероссийского*
1	Центральный (ЦФО)	39,00	200.000,00	13.497,87	-15,32%
2	Южный (ЮФО)	300,00	53.700,00	13.344,25	-16,28%
3	Северо-Западный (СЗФО)	44,00	176.000,00	14.068,36	-11,74%
4	Дальневосточный (ДФО)	29,00	422.470,00	42.370,00	165,82%
5	Сибирский (СФО)	25,00	351.356,00	16.563,34	3,92%
6	Уральский (УФО)	37,00	141.377,00	18.053,35 <sup>1</sup>	13,26%
7	Приволжский (ПФО)	58,00	176.000,00	13.166,74	-17,39%
8	Северо-Кавказский (СКФО)	1.682,00	15.889,00	4.537,33	-71,53%

\* Средняя стоимость проекта ГЧП в России на 2014 г. составила 15.939, 24 млн. руб.

*Источник: составлено автором на основе данных с Федерального портала «Инфраструктура и государственно-частное партнерство в России» [URL]: <http://www.pppi.ru/>, дата обращения 29.04.15.*

Анализ таблицы 3, представленный в работе, дает оценку уровню территориальной асимметрии в объемах финансирования проектов по регионам Российской Федерации, что говорит о неравномерности развития и степени использования финансовых инструментов в регионах. Проанализировав данные по 279 проектам, автором дана оценка участия государства и частного сектора в проектах ГЧП в целом по стране. Результаты анализа приведены в таблице 4.

Таблица 4

**Участие государства и частного сектора в финансировании  
проектов ГЧП в РФ, всего за период 2000-2014 гг.**

Показатели финансирования проектов ГЧП	Объем финансирования, млн. руб.	Удельный вес, %
<b>Всего из всех источников,</b> в т.ч. минимальный объем:	<b>5.284.048,00</b>	
-государственных инвестиций (из бюджетов разного уровня)	904.339,00	33,98%

<sup>1</sup> Без учета межотраслевого межрегионального проекта «Урал промышленный – Урал полярный», объем финансирования 837.000 млн. руб. (транспорт, добыча полезных ископаемых, энергетика).

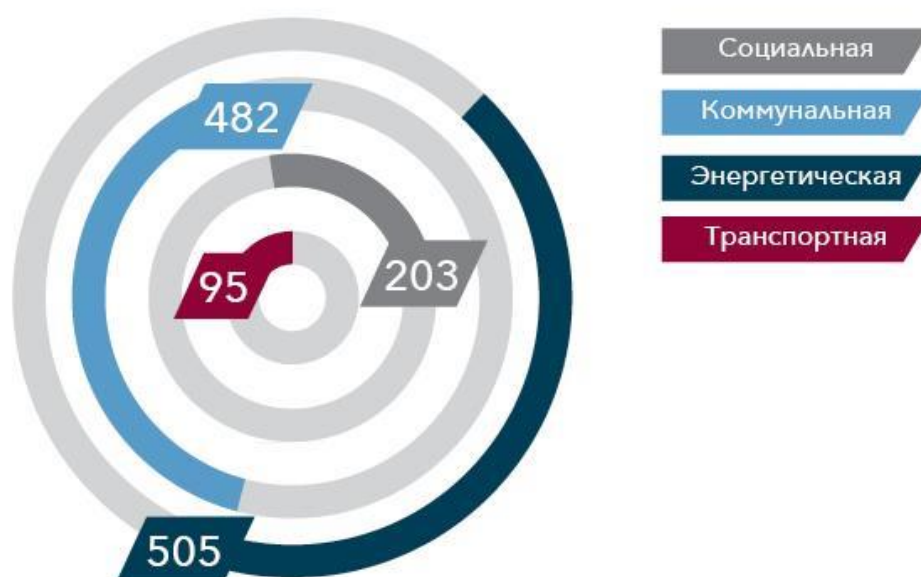
-частных инвестиций	1.757.180,00	66,02%
---------------------	--------------	--------

*Источник: составлено автором на основе данных с Федерального портала «Инфраструктура и государственно-частное партнерство в России» [URL]: <http://www.pppi.ru/>, дата обращения 29.04.15.*

Данные показатели были рассчитаны как совокупный объем финансирования проектов ГЧП, исходя из стоимости отдельных проектов, сгруппированных по отраслям и взвешенных по долям участия государства и бизнеса в каждом субъекте РФ.

Полученные удельные веса (34% и 66% государство и частный сектор, соответственно) соответствуют общемировой практике. Такое распределение позволяет государству сконцентрировать ресурсы на выполнении основных социальных функций.

В работе также проведено исследование развития ГЧП в 2015 году. Отмечено, что на разных стадиях разработки и реализации находятся 1285 проектов. Это значительно превосходит аналогичный показатель в 2014 году. В течение 2014-2015 гг. общее количество проектов ГЧП увеличилось почти в 5 раз, что, в первую очередь, объясняется развитием законодательства о ГЧП и заинтересованностью публичных партнеров в применении данного механизма для развития и модернизации инфраструктуры. Распределение проектов ГЧП в разрезе по сферам реализации представлено на Рис. 1.



*Рис. 1 Количество проектов государственно-частного партнерства в разрезе по сферам реализации.*

*Источник: Составлено автором на основе данных с Федерального портала «Инфраструктура и государственно-частное партнерство в России» [URL]: <http://www.pppi.ru/>, дата обращения 26.03.16.*

Таким образом, на сегодняшний день развитие государственно-частного партнерства происходит неравномерно в разрезе субъектов Российской Федерации. Доказана необходимость разработки четкой и продуманной стратегии в области

реализация проектов ГЧП в России, которая должна включать в себя долгосрочные планы по развитию инфраструктуры регионов.

Предложены решения в области развития институциональной среды в таких направлениях, как установление потребности в привлечении дополнительных ресурсов для реализации проектов ГЧП, необходимость соблюдения принципов свободной конкуренции, равноправия сторон и прозрачности процедур на всех этапах реализации проекта ГЧП, повышения уровня квалификации и бизнес-культуры участников партнерства, особенно со стороны государства, необходимость перестройки системы бюджетного финансирования.

## **2. Доказана эффективность метода реальных опционов в проектах государственно-частного партнерства.**

В работе доказано, что эффективность проектов ГЧП можно повысить за счет использования дополнительных инструментов, одним из которых являются реальные опционы. Реальные опционы рассматриваются как альтернативный способ оценки инвестиционных решений, опирающийся на традиционный DCF-анализ (DiscountedCashFlowAnalysis), не затрагивающий ряд факторов, от которых зависит эффективность инвестиций.

Обоснован тезис о том, что эффективность управленческих решений способна повлиять на интегральную оценку инвестиционного проекта, который может недооцениваться DCF-технологией. На примере проекта по производству деталей для медицинского оборудования в рамках импортозамещения с использованием метода ДТА доказано, как применение реальных опционов позволяет повысить NPV проекта (таблица 5).

Таблица 5

### **Ценность проекта с учетом возможности использования реальных опционов при различных сценариях развития проекта**

<b>Сценарий развития</b>	<b>Первоначальные инвестиции, тыс. руб.</b>	<b>NPV сценария<sup>2</sup>, тыс. руб.</b>	<b>NPV проекта, тыс. руб.</b>
<b>1. Без опционов:</b>	5206		– 296,42
оптимистический		10443,58	
пессимистический		1339,41	
<b>2. С опционами:</b>	5206		1096,13
оптимистический		13537,10	
пессимистический <sup>3</sup>		1588	

*Источник: составлено автором.*

Первоначально проект оценивается как невыгодный, так как значение NPV, то есть чистой приведенной стоимости, отрицательное. Использование реальных опционов позволяет сделать NPV проекта положительным. Используя реальные опционы, мы получаем более адекватную оценку риска и временного фактора, так как в отличие от традиционной DCF-технологии риск и отсрочка исполнения проекта не рассматриваются как сугубо негативные факторы.

<sup>2</sup> Чистая приведенная стоимость рассчитывается по результатам первого года, рассчитывать ее в первый же год нецелесообразно, так как надо понять, по какому сценарию пойдет реализация проекта.

<sup>3</sup> Оба сценария развития равновероятны, вероятность принимается равной 0,5.

Для непосредственного расчета ценности реальных опционов в инвестиционных проектах применяются такие методы как ДТА (decision tree analysis - анализ бинарного дерева решений), многосценарный анализ; многостадийный анализ с построением многозвенного бинарного дерева; риск-нейтральный подход; модель Блека-Шольца и другие. Используя модель Блека-Шольца, можно не только рассчитать ценность, приносимую реальными опционами в проект, но и определить движущие силы, то есть факторы ценности (value drivers). Оказывая воздействие на эти факторы, можно повысить ценность инвестиционного проекта и его эффективность.

В работе также отмечены слабые стороны рассматриваемого инструмента: на реальных примерах показано, что излишняя увлеченность реальными опционами как одним из инструментов финансового механизма ГЧП и их чрезмерная диверсификация могут привести к утрате четкой стратегии и, как следствие, существенному снижению ценности проекта. Неоднозначность финансовых результатов в этом случае связана именно с объемом использования финансовых инструментов.

Таким образом, в работе исследована и доказана возможность применения реальных опционов в проектах государственно-частного партнерства.

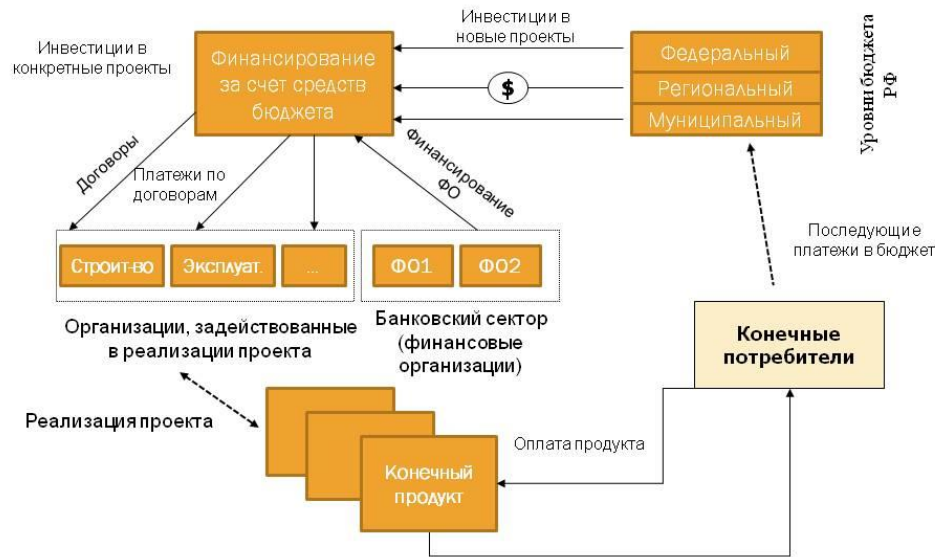
### **3. Предложены инструменты реализации финансового механизма в части стимулирования развития государственно-частного партнерства.**

Исследования, проведенные в данной работе, показывают, как финансовый механизм ГЧП позволяет привлекать новые источники финансирования в лице частных инвесторов посредством заключения сделки о партнерстве, которая создает «эффект рычага», повышая эффективность использования бюджетных средств (Рис. 2).

С целью финансовой поддержки инфраструктурных проектов и стимулирования дальнейшего развития проектов ГЧП автором предложены такие финансовые инструменты, как отложенный механизм оплаты, финансовое лидерство, синдицированное кредитование и мезонинное финансирование, целесообразность и эффективность применения которых доказана в работе.

Отложенный механизм оплаты (ОМО) позволяет местным властям инвестировать в инфраструктуру и другое муниципальное развитие, расплачиваясь за проекты, используя в качестве источника финансирования дополнительные налоги от улучшений, которые генерирует проект (Рис. 3). Инструмент особенно актуален при недостатке финансирования из федерального бюджета, либо сокращения государственных расходов на всех уровнях бюджетной системы. Важно, что дополнительные доходы появляются без повышения налоговых ставок и используются для погашения первоначальных инвестиций. Привлекательность ОМО также обеспечивается тем, что денежные потоки носят целевой характер.

## Бюджетное финансирование инвестиционных проектов



## Реализация инвестиционных проектов с использованием государственно-частного партнерства

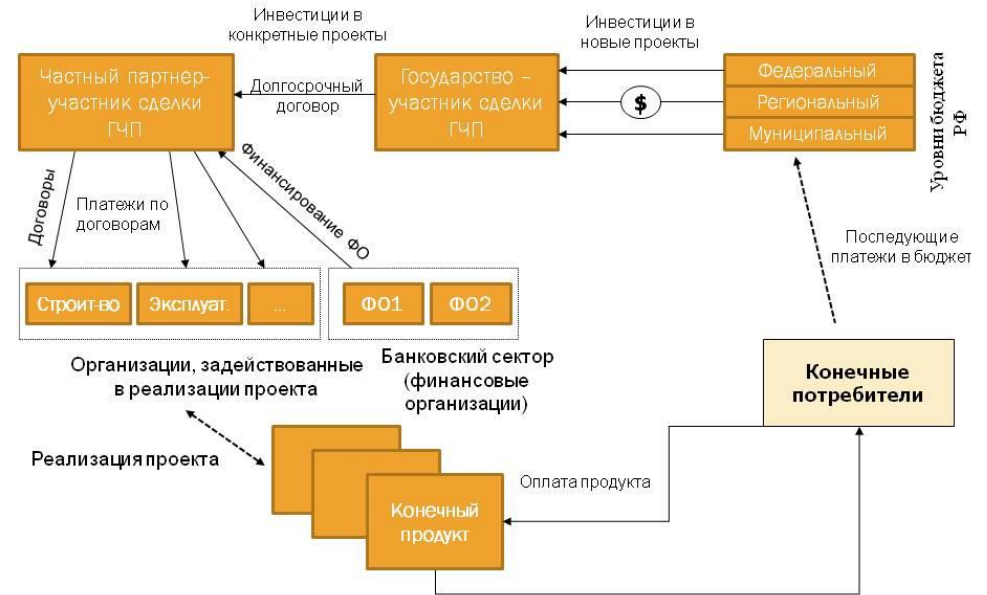


Рис. 2. Сравнение схем бюджетного финансирования и государственно-частного партнерства.

Источник: составлено автором на основе Федеральный закон от 13.07.2015 N 224-ФЗ «О государственно-частном партнерстве, муниципально-частном партнерстве в Российской Федерации и внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

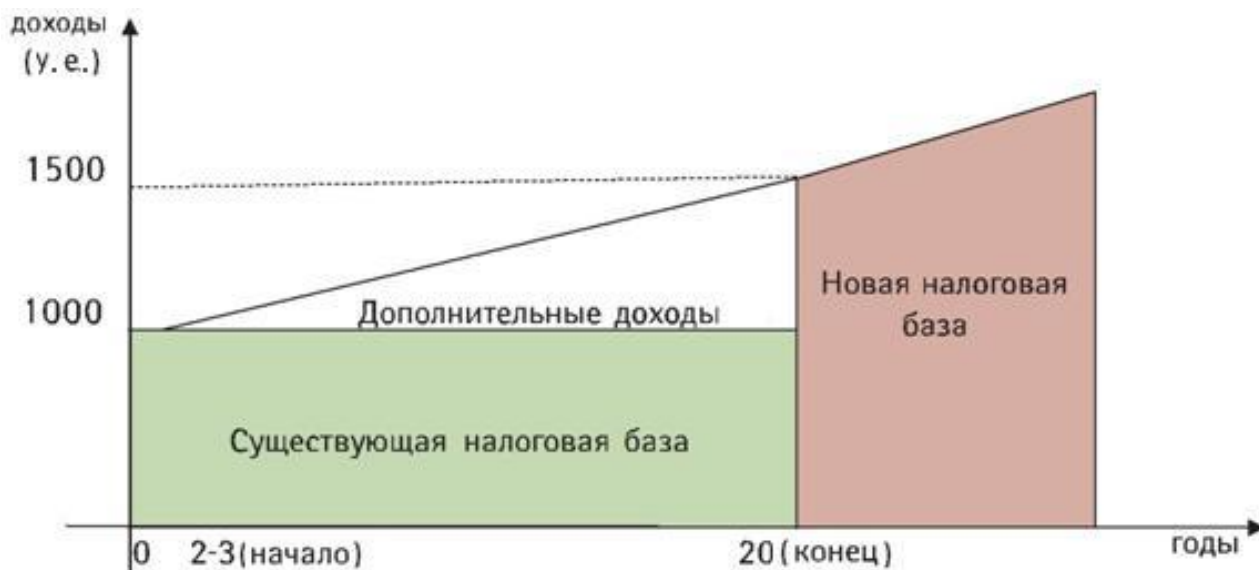


Рис. 3. Схема поступления налоговых доходов при реализации проекта с использованием отложенного механизма оплаты.

Источник: составлено автором на основе «Tax Increment Financing Growth in Iowa», D. Swenson, L. Eathington, Department of economics Iowa State University, 2006.

Финансовое лидерство (Рис. 4) заключается в активном привлечении финансовых институтов (инвестиционный банк) в процесс реализации проектов ГЧП, что позволяет не только активизировать сам процесс формирования государственно-частного партнерства, но и сократить государственные издержки. В работе обосновано, что активное участие в проекте финансового посредника позволяет распределять финансовые потоки более эффективно, делать это оперативно, оптимизируя процесс финансирования. Также немаловажно, что благодаря объединению всего процесса под одним началом снижаются транзакционные издержки.

Рекомендовано использование синдицированного кредитования для стимулирования развития финансового механизма ГЧП. Инструмент позволяет максимально снизить ставку по кредиту из-за распределения рисков между банками (до 7-8%) и тем самым способствует решению задачи недофинансирования реального сектора экономики России, вызванного низкой капитализацией банковской национальной системы, в связи с чем особую важность для российской экономики приобретает развитие сегмента рублевого синдицированного кредитования региональных заемщиков. В качестве основного недостатка синдицированного кредитования можно назвать зависимость от использования кредитов иностранных банков.

Мезонинное финансирование представляет собой сочетание долевого и долгового финансирования с возможностью в будущем конвертировать долг в пакет акций компании, реализующей проект. Мезонинное финансирование целесообразно использовать в тех случаях, когда необходимо привлечь в течение короткого срока достаточно большую сумму средств, а стандартные банковские продукты по тем или иным причинам не позволяют это сделать.





Рисунок 4. Схема организации проекта ГЧП с финансовым лидерством.  
 1 - Контракт (соглашение), 2 – участие частных компаний, 3- участие банка,  
 4,5,6 – прямые субконтракты банка, 7,8,9 – субконтракты с АО (зеркальные).

Источник: составлено автором.

Таким образом, в работе обоснована целесообразность использования предложенных финансовых инструментов, позволяющих привлекать новые источники финансирования для стимулирования развития сферы государственно-частного партнерства.

#### **4. Разработана система мер, направленная на совершенствование финансового механизма государственно-частного партнерства.**

Совершенствование финансового механизма ГЧП (его элементов) предполагает модернизацию форм взаимодействия, схем управления, источников финансирования, структуры затрат и доходов и прочих аспектов, что позволяет достигать целей партнерства с минимальными отклонениями от плана, учитывая изменения внешней среды проекта и мнения участников в рамках соглашений о партнерстве. Предлагаемые направления совершенствования финансового механизма ГЧП затрагивают сферу финансового регулирования. Финансовые методы в рамках финансового регулирования представляют собой способы воздействия финансового механизма на процесс реализации проекта ГЧП.

Для структур, использующих матричную систему управления, автором рекомендован метод оптимального перераспределения средств – он позволяет решить проблему отсутствия мотивации у компаний, работающих на проекте. Данный метод предполагает циклическую организационную структуру проекта,

подразумевающую взаимное вхождение компаний-участниц проекта ГЧП в уставный капитал друг друга (важно, чтобы это участие не превышало 25%<sup>4</sup>).

В работе обосновано положение о том, что такая схема способствует значительной активизации деятельности сторон-участниц, усилению взаимосвязи между участниками проекта и достижению его стратегической цели.

Метод самофинансирования удобен в связи с возможностью использования доходов от реализации проекта еще до его завершения. Обосновано, что использование метода самофинансирования целесообразно в крупных (по объему финансирования) комплексных проектах, рассчитанных на долгий срок реализации, к таким проектам можно отнести масштабные объекты строительства, в том числе в области инфраструктуры: развитие транспортной сети, возведение мостов, создание жилых комплексов из нескольких очередей, строительство научных центров и т.д., требующих большого объема финансирования именно на начальном этапе. Метод самофинансирования позволяет снизить порог необходимого объема финансирования для начала реализации проекта, что является безусловным преимуществом данной схемы.

Такая схема также является своего рода гарантией того, что объект будет завершен полностью, так как полный возврат средств инвестору происходит только по завершении всего проекта.

Таким образом, в работе доказано, что совокупность ресурсов, не покидающих проект благодаря использованию метода оптимального перераспределения средств, обеспечивает непрерывность и продуктивность хозяйственной деятельности, возможность создания оборотных производственных фондов и фондов обращения. Благодаря методу самофинансирования решается задача снижения объема финансирования, необходимого для начала реализации проекта, а также проблема потери стоимости денег<sup>5</sup> и ожидания возврата инвестиций инвестором.

В заключение отметим, что в работе показано, что основой жизнеобеспечения проекта государственно-частного партнерства является его финансовая составляющая. На сегодняшний день существует ряд ограничений (например, недостаток бюджетных средств, строгие условия финансирования проектов и прочие), срабатывающих как сдерживающий фактор для реализации проектов государственно-частного партнерства. Представленные в работе финансовые инструменты (схема реализации проекта ГЧП с финансовым лидерством, синдицированное кредитование) позволяют обеспечить более оперативное и эффективное распределение денежных ресурсов, облегчают управление финансовыми потоками, решить проблему недофинансирования реального сектора экономики России.

Решение проблем эффективности и выявления путей совершенствования финансового механизма реализации проектов ГЧП рассмотрено в работе в разрезе

---

<sup>4</sup> Это связано с тем, что взаимная зависимость лиц, участвующих в сделке (в данном случае это проект государственно-частного партнерства) регулируется органами финансового контроля, в частности Министерством Финансов РФ. По общему правилу, две компании являются взаимозависимыми, если одна из них прямо или косвенно участвует в другой, и доля участия составляет более 25 процентов.

<sup>5</sup> Учитывая временной фактор стоимости денег.

применения новых методов финансового регулирования. Автором предложены уточнения в метод оптимального перераспределения средств и метод самофинансирования, для которых структурирована последовательность формирования взаимоотношений между участниками, раскрыта схема движения денежных средств, выделены особенности, обоснован выбор схемы взаимодействия в форме государственно-частного партнерства.

На сегодняшний день сложившаяся институциональная среда тормозит развитие финансового механизма государственно-частного партнерства в России. В работе выделены основные проблемы, объективно существующие в этой области, обозначены основные направления совершенствования институциональной среды, в том числе разработка общей стратегии регионального развития с учетом потребности в реализации проектов ГЧП.

Проведенное исследование финансового механизма применительно к проектам ГЧП позволило выявить неиспользованные резервы с точки зрения степени использования финансовых инструментов. Предложенные инструменты в составе финансового механизма ГЧП позволяют привлечь новые источники финансирования, создавать более благоприятные условия для реализации проектов и развития государственно-частного партнерства, повысить социально-экономический уровень развития регионов и страны в целом.

## **НАУЧНЫЕ ПУБЛИКАЦИИ ПО ТЕМЕ ИССЛЕДОВАНИЯ**

**Публикации в журналах, входящих в перечень ведущих рецензируемых научных журналов и изданий ВАК Российской Федерации:**

1. Анфимова М.К.И. Распределение рисков между участниками инвестиционного проекта, построенного на принципах механизма государственно-частного партнерства, на всех этапах его реализации // Журнал «Бизнес в законе» №6 2012 г. (ООО «Издательский дом «Юр-ВАК») (0,29 п.л.);
2. Анфимова М.К.И. Systemic approach for assessment of projects based on public-private partnership // Журнал «Бизнес в законе» №2 2014г. (ООО «Издательский дом «Юр-ВАК»);
3. Анфимова М.К.И. Региональный анализ финансирования проектов в форме государственно-частного партнерства в России // Журнал «Бизнес в законе» №4 2014 г. (ООО «Издательский дом «Юр-ВАК») (0,26 п.л.);

### **Прочие публикации:**

4. Анфимова М.К.И., Анфимова М.Л. Public-Private Partnership as an instrument to reduce risks in innovative investment projects // В рамках XI международной научно-практической конференции «Страны с развивающимися рынками: успехи, риски и вызовы инновационного развития», Дубай (ОАЭ), 2012 г. (0,29 п.л.);
5. Анфимова М.К.И. Реальные опционы в инвестиционных проектах: ценность управленческих решений // В рамках международной научно-практической конференции «Россия и СНГ: перспективы развития единого экономического пространства», Москва (РФ), 2012 г. (0,32 п.л.);

6. Анфимова М.К.И. Факторы развития производительных сил в России // В рамках Всероссийской научно-практической конференции «Современная Россия: проблемы социально-экономического и духовно-политического развития; современная Россия в условиях модернизационных процессов: проблемы, реалии, перспективы», Волгоград (РФ), 2013 г. (0,30 п.л.);
7. Анфимова М.К.И. Real options in investment projects: value of managerial decisions // В рамках VII Международной заочной научно-практической конференции «Научная дискуссия: вопросы экономики и управления», Москва (РФ), 2012 г. (0,26 п.л.);
8. Анфимова М.К.И. Проблематика управления развитием организации в информационном аспекте // В рамках VI Ежегодной международной научно-практической Интернет-конференции «Информационное общество и информационные технологии в экономической деятельности: опыт ЕС и России», Ростов-на-Дону (РФ), 2012-2013 гг. (0,33 п.л.);
9. Анфимова М.К.И. Системный подход в оценке проектов на основе государственно-частного партнерства // В рамках II Международной научно-практической конференции «Актуальные вопросы экономики и финансов в условиях современных вызовов российского и мирового хозяйства», Самара (РФ), 2014 г. (0,24 п.л.).

***Анфимова Мария Кристина Игоревна (Россия)***  
***Совершенствование финансового механизма государственно-частного партнерства***

В диссертации рассмотрены современные подходы к совершенствованию финансового механизма государственно-частного партнерства, основное внимание уделяется эффективности реализации социально значимых проектов. Автором проведен анализ зарубежных схем взаимодействия государства с частным сектором, осуществлен анализ отечественной практики, и с использованием элементов наиболее успешных зарубежных практик разработаны предложения по совершенствованию финансового механизма ГЧП, также предложены инструменты финансового стимулирования сферы ГЧП.

Результаты и выводы диссертации могут быть применены в ходе научного обоснования, разработки и совершенствования стратегий развития финансового механизма государственно-частного партнерства, а также использованы федеральными органами государственной власти и органами государственной власти субъектов РФ в рамках политики развития ГЧП с целью совершенствования механизма финансового взаимодействия государства и бизнеса.

***Anfimova Maria Christina (Russia)***  
***Improvement of the financial mechanism of public-private partnership***

The thesis deals with modern approaches to the improvement of the financial mechanism of public-private partnerships, focusing on the effectiveness of the implementation of social projects. The author analyzes the foreign scheme of interaction between state and private sector, carried out an analysis of national practice, proposals to improve the financial mechanism of the PPP were developed with the elements of the most successful foreign practices, there are also offered tools of financial incentives PPPs.

The results and conclusions of the thesis can be applied in the course of scientific study, development and improvement of strategy of development of the financial mechanism of public-private partnerships, as well as utilized by the federal authorities of state power and authorities of state power of subjects of the Russian Federation within the framework of PPP development policy in order to improve the mechanism of financial cooperation between the state and business.