

На правах рукописи

**Трашкин Иван Сергеевич**

**Развитие проектного финансирования через гармонизацию с государственно-  
частным партнерством**

5.2.4. Финансы

Автореферат

диссертации на соискание ученой степени

кандидата экономических наук

Москва – 2024

Работа выполнена в Департаменте экономики, менеджмента и бизнес-технологий автономной некоммерческой организации высшего образования «Университет БРИКС (ЮниБРИКС)», г. Москва.

Научный руководитель доктор экономических наук, доцент  
**Клевцов Виталий Владимирович**

Официальные  
оппоненты:

**Бунич Галина Алексеевна,**  
доктор экономических наук, профессор, федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение высшего образования «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», кафедра мировой экономики и мировых финансов факультета международных экономических отношений, профессор

**Голодова Жанна Гаврииловна,**  
доктор экономических наук, профессор, федеральное государственное автономное образовательное учреждение высшего образования «Российский университет дружбы народов имени Патриса Лумумбы», кафедра национальной экономики экономического факультета, профессор

Ведущая организация: Федеральное государственное автономное образовательное учреждение высшего образования «Московский государственный институт международных отношений (университет) Министерства иностранных дел Российской Федерации»

Защита состоится 25 февраля 2024 г. в 10:00 на заседании диссертационного совета 24.2.372.04 на базе ФГБОУ ВО «РЭУ им. Г.В. Плеханова» по адресу: 115054, г. Москва, Стремянный пер., д. 36, корп. 3, ауд. 353.

С диссертацией и авторефератом можно ознакомиться в Научно-информационном библиотечном центре им. академика Л.И. Абалкина ФГБОУ ВО «РЭУ им. Г.В. Плеханова» по адресу: 115054, г. Москва, ул. Зацепа, д. 43 и на сайте организации: <http://ords.rea.ru/>

Автореферат разослан « \_\_\_\_ » \_\_\_\_\_ 2024 г.

Ученый секретарь  
диссертационного совета 24.2.372.04  
доктор экономических наук, доцент

Гордиенко Михаил Сергеевич

## I. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

**Актуальность темы исследования.** Современное государство сталкивается с препятствиями на пути к устойчивому экономическому развитию и повышению своей конкурентной позиции на мировой арене из-за фрагментарного развития инфраструктуры и условий жизни. Проблемы развития инфраструктуры затрагивают системы общественного транспорта, образования, здравоохранения, информационных технологий и коммунальных сервисов. Инвестиции в проекты развития инфраструктуры и жилья могут привести к росту экономики, благодаря усилению мультипликативного эффекта, который проявляется в уменьшении транзакционных издержек и улучшении эффективности использования ресурсов. Кроме того, развитие инфраструктуры и жилищной среды внутри государства обладает высоким социально-экономическим эффектом за счет развития социальных лифтов, уменьшения барьеров для мобильности населения, снижения уровня асимметрии информации за счет повышения уровня доступности данных<sup>1</sup>. Важность осуществления капитальных вложений в инфраструктуру Российской Федерации, включая образовательную, транспортную, медицинскую отрасль, ЖКХ, была подчеркнута в Послании Президента Федеральному собранию 29.02.2024<sup>2</sup>.

Развитие инфраструктуры и жилищной среды, а также модернизация производственных возможностей государства осуществляются путем реализации инвестиционных проектов, связанных с вложениями в реальный сектор экономики. Инвестиционные инициативы в реальном секторе требуют значительных финансовых ресурсов и отличаются высокой потребностью в капитале, что может замедлять темпы роста инвестиций в развитие инфраструктуры и жилищной среды.

В России в последние годы активно расширяется сфера государственно-частного партнерства (далее - ГЧП), что способствует развитию инвестиционных

---

<sup>1</sup> Бедняков А. С. Роль инфраструктуры в обеспечении устойчивого социально-экономического развития и конкурентоспособности: актуальные вопросы в России и за рубежом / А. С. Бедняков // Известия СПбГУ. – 2021. – № 1. – С. 155-161. – Текст: электронный. – URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=44773348> (дата обращения: 18.12.2024).

<sup>2</sup> Президент России: официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – URL: <http://www.kremlin.ru/events/president/transcripts/messages/73585> (дата обращения: 18.12.2024). – Текст: электронный.

проектов в инфраструктуре. В 2022-2023 гг. в России подписано соглашений общим объемом инвестиций 1,6 трлн руб., что составляет треть от всего объема инвестиций ГЧП в России<sup>3</sup>. Проектное финансирование является одним из ключевых методов структурирования и финансирования инвестиционных проектов в реальном секторе. Путем сочетания государственных и частных инвестиций в определенной пропорции достигается наивысшая финансовая устойчивость и эффективность проекта через разделение рисков. С одной стороны, административный и нормотворческий ресурс публичного партнера способствует процедурному упрощению реализации проекта и защите частного инвестора от внешних изменений. С другой стороны, участие частного инвестора позволяет снизить нагрузку на бюджет, ускорить развитие инфраструктуры и привнести в реализацию проекта дополнительные управленческие компетенции.

Наблюдаются противоречия из-за подходов к развитию проектного финансирования и ГЧП, которые применяются во множестве инвестиционных проектов. Несмотря на существующие федеральные законы, регулирующие ГЧП, единый подход к их определению и классификации не сформирован из-за широкого применения ГЧП в различных областях. Наблюдается отсутствие единого методического и практического подхода по гармонизации терминов «проектное финансирование» и «ГЧП», систематизации и классификации их финансовых и организационных форм, практических аспектов структурирования инвестиционных проектов с использованием данных инструментов.

Таким образом, актуальность темы исследования обусловлена:

- стремительными темпами развития и усиления законодательного регулирования финансового и организационного инструментария проектного финансирования и ГЧП;
- увеличением количества инвестиционных проектов в реальном секторе с применением композитного структурирования, включающего элементы как проектного финансирования, так и ГЧП;

---

<sup>3</sup> Информационно - аналитический материал «Основные тренды и статистика рынка ГЧП по итогам 2023 года» / Центр ГЧП: официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст: электронный. – URL: <https://pprcenter.ru/upload/iblock/b0f/b0fcbdbe6927a5b75f7526d86642cf47.pdf> (дата обращения: 18.12.2024).

- отсутствием единого методического и практического подхода по гармонизации проектного финансирования ГЧП на теоретическом, аналитическом и практическом уровне.

Учитывая высокую инвестиционную потребность российской экономики в развитии инфраструктуры и жилищной среды, а также отсутствие единого методического подхода к гармонизации проектного финансирования и ГЧП, представляется целесообразным и актуальным провести теоретическую, аналитическую и практическую гармонизацию данных инструментов.

**Степень разработанности темы исследования.** Исследования в области инвестиционного менеджмента, инвестиционных проектов и проектного финансирования отражены в научных трудах отечественных и зарубежных ученых: Ахвледиани Ю.Т., Басаева А.С., Бобылева А.З., Болвачев А.И., Бородин А.И., Бруссер П.А., Бунич Г.А., Васильева С.Ю., Восканян Р.О., Герзелиева Ж.И., Гимадиева Л.Ш., Голодова Ж.Г., Гордиенко М.С., Еганян А.С., Екимова К.В., Елесина М.В., Жуков П.Е., Клевцов В.В., Колчин С.П., Кони́на Н.Ю., Лаптев С.В., Лещинская А.Ф., Манулейко В.В., Миловидов В.Д., Морозко Н.И., Мурар В.И., Наточеева Н.Н., Ордов К.В., Паштова Л.Г., Переверзева В.В., Петрикова Е.М., Пинская М.Р., Прокофьев С.Е., Рашкеева И.В., Рыкова И.Н., Сильвестров С.Н., Слепов В.А., Смупов А.М., Собина Н.В., Сысоева А.А., Трунин П.В., Федотова М.А., Финогенова Ю.Ю., Шелкунова Т.Г., Шувалова Е.Б., Юрьева Т.В., Wang S., Yescombe E.R., Chirkunova E.K., Chowdhry V и других.

Вопросам исследования сущности ГЧП посвящены работы следующих авторов: Абрамян С.К., Агафонов А.В., Акопян О.А., Белицкая А.В., Бруссер П.А., Варнавский В.Г., Гребенев Д.О., Губанов И.А., Давыдова А.В., Дерябина М.А., Еганян А.С., Кабашкин В.А., Макаревич К.А., Петрикова Е.М., Победин А.А., Пономарев Б.А., Попов Е.А., Попондопуло В.Ф., Резниченко Н.В., Сазонов В.Е., Сиваков Д.О., Усманова Р.М., Фильченков В.А., Yescombe E.R., Zaharioaie M., Xiaoyan L.L., Ampratwum G., Demirel H.C. и других.

Отдельные вопросы систематизации и практических аспектов реализации проектного финансирования и ГЧП раскрыты в исследованиях Министерства

экономического развития Российской Федерации, Банка России, Государственная корпорация развития «ВЭБ.РФ» (далее - ВЭБ.РФ), АО «ДОМ.РФ» (далее - ДОМ.РФ), АНО «Национальный центр ГЧП» (далее - Национальный центр ГЧП), рейтинговых агентств - АО «Эксперт РА» (далее – Эксперт РА), консалтинговых организаций – ООО «Шерпа Групп» (далее - Sherpa Group), крупнейших российских банков.

Несмотря на значительное количество исследовательских работ по вопросам теории и практики проектного финансирования и ГЧП, идентифицируется терминологическая неоднородность и фрагментарность понятий, принципов, свойств, методов, инструментов проектного финансирования и ГЧП. На текущий момент не выявлено трудов, предлагающих подходы, объединяющие проектное финансирование и ГЧП, а также количественных исследований масштаба и эффектов применения таких подходов на национальных рынках.

**Цель исследования** состоит в разработке теоретических положений и практических рекомендаций по развитию проектного финансирования через гармонизацию с государственно-частным партнерством.

Цель исследования обуславливает необходимость постановки и решения следующих **задач**:

- уточнить содержание понятий «проектное финансирование» и «ГЧП» и выявить взаимосвязь данных понятий;
- разработать алгоритм определения основных финансовых параметров инвестиционного проекта с проектным финансированием или ГЧП;
- предложить и обосновать методический подход к реализации инвестиционных проектов на основе гармонизации проектного финансирования и ГЧП посредством синтеза возможностей и минимизации ограничений проектного финансирования и ГЧП;
- разработать матрицу инструментальной гармонизации проектного финансирования и ГЧП, определяющую возможность совместного использования организационных и финансовых инструментов при структурировании инвестиционного проекта;

- предложить и раскрыть методику выбора проектов и порядок эмпирической оценки масштаба инвестиционных проектов и потенциальных финансовых эффектов от внедрения предложенной гармонизации проектного финансирования и ГЧП.

**Объектом исследования** является развитие проектного финансирования через гармонизацию с государственно-частным партнерством.

**Предметом исследования** является совокупность экономических отношений, возникающих в процессе гармонизации проектного финансирования и ГЧП при реализации инвестиционных проектов.

**Область исследования** соответствует положениям Паспорта научной специальности Высшей аттестационной комиссии при Министерстве науки и высшего образования Российской Федерации в рамках специальности 5.2.4. «Финансы» по пунктам: 15. Корпоративные финансы. Финансовая стратегия корпораций. Финансовый менеджмент»; 18. Проектное и венчурное финансирование.

**Методология и методы исследования.** Теоретической и методологической основой настоящего исследования являются фундаментальные и прикладные исследования зарубежных и отечественных ученых-экономистов, посвященные вопросам проектного финансирования и государственно-частного партнерства. Методологическая база исследования сформирована на основе использования методов анализа и синтеза, абстрагирования, обобщения, индукции и дедукции, аналогии, классификации; методов системного анализа, алгоритмизации; математических методов компьютерного моделирования, а также табличных и графических приемов визуализации статистических данных. Сбор данных по более 6,6 тысячам проектов для эмпирического анализа в исследовании осуществлен с помощью написания парсингового алгоритма на языке программирования Python. С целью обработки данных и расчетов использован инструментарий MS Excel.

**Информационная база** исследования состоит из нормативно-правовых актов Российской Федерации, статистических и аналитических материалов органов государственной власти Российской Федерации (Банка России, Министерства

экономического развития Российской Федерации, Федеральной службы государственной статистики) и организаций (Национальный центр ГЧП, ВЭБ.РФ, ДОМ.РФ, Sherpa Group, Эксперт РА), базы данных по российским инфраструктурным проектам платформы «РОСИНФРА».

**Научная новизна исследования** состоит в разработке теоретических положений и практических рекомендаций по развитию проектного финансирования через гармонизацию с государственно-частным партнерством при реализации инвестиционных проектов и развитию теории корпоративных финансов на этой основе.

**Положения, определяющие научную новизну исследования, полученные лично соискателем и выносимые на защиту:**

- уточнено содержание понятий «проектное финансирование» и «ГЧП», что позволило на базе положений теории множеств идентифицировать их инструментальную взаимосвязь и расширить на этой основе понятийный аппарат корпоративных финансов;

- разработан алгоритм определения и оценки основных параметров инвестиционного проекта, содержащий предложенные узлы принятия финансовых решений, влияющие на отнесение проекта к одному из выделенных автором трёх кластеров, и позволяющий участникам инвестиционных проектов задавать ключевые финансовые параметры при их структурировании;

- предложен и обоснован методический подход к реализации инвестиционных проектов на основе гармонизации проектного финансирования и ГЧП, обеспечивающий участникам проектов гибкость при структурировании таких сделок посредством синтеза возможностей и минимизации ограничений проектного финансирования и ГЧП;

- разработана на основе исследования методов финансирования инвестиций матрица инструментальной гармонизации проектного финансирования и ГЧП и предложен на этой основе способ определения возможности единого использования финансовых и организационных инструментов при структурировании инвестиционного проекта;



- предложена и раскрыта на основе анализа 6637 российских инвестиционных проектов методика выбора проектов и обоснован порядок эмпирической оценки масштаба инвестиционных проектов и потенциальных финансовых эффектов от внедрения предложенной гармонизации проектного финансирования и ГЧП, применимой участниками рынка.

**Теоретическая значимость** исследования заключается в приращении научных знаний в области теории проектного финансирования, государственно-частного партнерства, реализации инвестиционных проектов в реальном секторе посредством применения данных инструментов. В исследовании обобщены и систематизированы теоретические аспекты развития корпоративных финансов через гармонизацию проектного финансирования и ГЧП посредством развития терминологии понятий, классификации финансовых и организационных моделей и форм рассматриваемых инструментов.

**Практическая значимость** исследования состоит в возможности использования частными инвесторами, государственными органами, кредитными организациями, проектными компаниями и прочими участниками инвестиционного рынка проектов реального сектора России следующих результатов исследования:

- алгоритм определения ключевых финансовых параметров инвестиционного проекта для определения ключевых параметров инвестиционных проектов, влияющих на применение в проекте ГЧП, проектного финансирования либо реализацию без привлечения частного сектора;

- матрица инструментальной гармонизации проектного финансирования и ГЧП для определения возможности применения нескольких инструментов проектного финансирования и ГЧП одновременно при структурировании инвестиционного проекта;

- методика выбора проектов и порядок эмпирической оценки масштаба инвестиционных проектов и потенциальных финансовых эффектов для оценки участниками инвестиционного рынка потенциала и целесообразности имплементации предложенного подхода в индивидуальные проекты.

Положения и практические решения, доведенные до уровня конкретных предложений, могут быть использованы инициаторами проектов для совершенствования внутренней методики структурирования инвестиционных проектов; сотрудниками коммерческих банков - для анализа качества структурирования проектов, предложений по структуре проектов, оптимизирующих сочетание инструментария проектного финансирования и ГЧП; сотрудниками органов исполнительной власти, принимающих участие в проектах - для систематизации инвестиционных проектов в рассматриваемом сегменте и анализе целесообразности финансового участия в проекте; в учебном процессе при подготовке бакалавров, магистров, аспирантов и повышении квалификации сотрудников инвестиционных компаний, банков; органов исполнительной власти.

**Достоверность и обоснованность результатов диссертационного исследования.** Достоверность научных положений и результатов проведенного исследования подтверждается тщательной проработкой нормативно-правовых и программно-проектных положений, не противоречием выдвигаемых в работе положений концепциям корпоративных финансов и финансового менеджмента, а также подтверждением результатов исследования соответствующими справками о внедрении. Обоснованность результатов диссертации обусловлена достаточной репрезентативностью эмпирической базы, содержательным анализом выявленных фактов и закономерностей, использованием статистических и математических методов обработки данных и обоснования полученных результатов.

**Апробация и внедрение результатов исследования.** Основные положения и результаты исследования докладывались и обсуждались на 14 международных, национальных и всероссийских научно-практических конференциях: «Современные тенденции развития финансовой сферы России» (г. Москва, Московская академия профессиональный компетенций, 2021-2024 годы); «Управленческие науки в современном мире» (г. Москва, Финансовый университет, 2021-2023 годы); «Финансы и кредит: теория, методология, практика» (Ростов-на-Дону, Национальная ассоциация развития образования и науки, 2021-2023 годы), «Вызовы мировой экономики и стратегии развития

общества в условиях новой реальности» (Чехия, г. Прага, Высшая Европейская Школа, 2022 г.). «Операционный и проектный менеджмент: стратегии и тенденции» (г. Москва, Финансовый университет, 2022, 2023 годы); «Лучшие бизнес-практики 2022» (г. Москва, Финансовый университет, 2022 г.).

Предложения, разработанные в диссертационном исследовании, способствуют развитию теоретического и практического базиса подходов к анализу и структурированию инвестиционных проектов с использованием проектного финансирования и ГЧП в реальном секторе, используемых АО «Банк ДОМ.РФ».

Рекомендации и теоретические разработки исследования использованы в учебном процессе Университета БРИКС при чтении дисциплин «Финансовый менеджмент», «Проектное финансирование», в учебном процессе Московской академии профессиональных компетенций при чтении дисциплины «Корпоративные финансы».

**Публикации.** Результаты диссертации отражены в 12 опубликованных статьях общим объемом – 9,56 печ. л. (авторских – 9,37 печ. л.), в том числе 8 статей общим объемом – 8,16 печ. л. (авторских – 7,97 печ. л.) опубликованы в рецензируемых научных изданиях, входящих в Перечень рецензируемых научных изданий, в которых должны быть опубликованы основные научные результаты диссертаций на соискание ученой степени кандидата наук, на соискание ученой степени доктора наук.

**Структура и объем диссертации** определены целью и задачами исследования. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы, включающего 116 наименований, 14 приложений. Текст диссертации изложен на 293 страницах, содержит 39 таблиц, 43 рисунка, 25 формул.

## **II. ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ**

В соответствии с целью и задачами исследования обоснованы следующие научные результаты.

**Уточнено содержание понятий «проектное финансирование» и «ГЧП», что позволило на базе положений теории множеств идентифицировать их инструментальную взаимосвязь и расширить на этой основе понятийный аппарат корпоративных финансов.**

Инвестиционные проекты, которые реализуются с помощью создания специальной проектной компании, окупающиеся с помощью собственных денежных потоков проекта, не содержащие пересечения проектных инвестиционных отношений государства и бизнеса, находятся в области «А», подразумевающей инструмент проектного финансирования с отсутствием ГЧП. Широкий комплекс способов взаимодействия государства и инвесторов, не подразумевающий структурирование данного сотрудничества с помощью проектного финансирования находится в области «В», означающей инструмент ГЧП с отсутствием проектного финансирования. Формы сотрудничества государства и частного сектора, которые сочетают в себе одновременно форму проектного финансирования и ключевые характеристики ГЧП, находятся в области «С», являющейся областью пересечения и совместного использования двух рассматриваемых инструментов (рисунок 1).

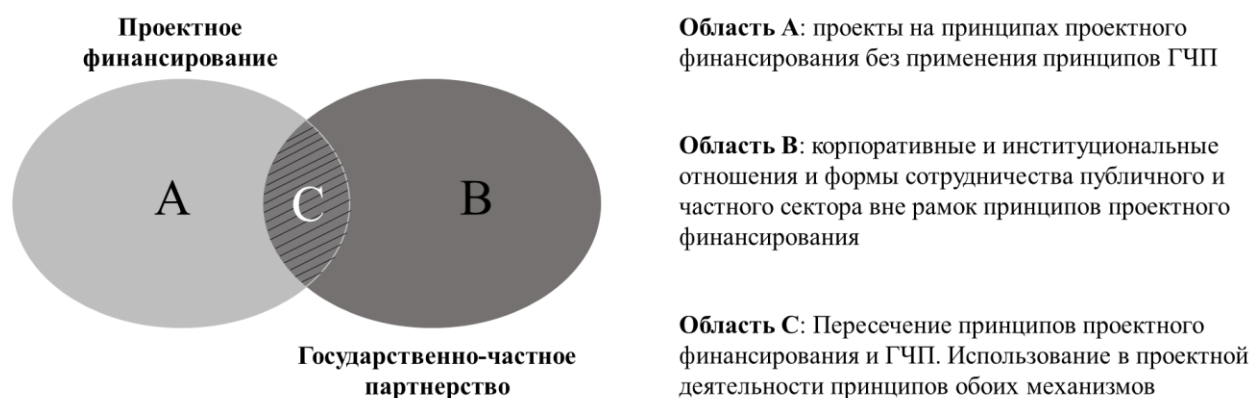
У проектов, находящихся внутри области «С» одновременно соблюдаются все выявленные ключевые признаки проектного финансирования и ГЧП:

- реализация проекта с помощью создания специальной проектной компании;
- возврат вложенных в проект средств с помощью денежных потоков, генерируемых самим проектом;
- обеспечением привлеченных в проект заемных средств являются в том числе активы, созданные в рамках проекта;
- наличие в числе участников проекта как частного, так и публичного сектора;
- установление деловых отношений между частным сектором и государственным учреждением через заключение соглашения;
- принятие рисков проекта как частным, так и публичным сектором;
- двусторонние инвестиции в проект: как частные, так и публичные;

- достижение общественно-значимых и государственных целей в основе целей проекта;
- принадлежность проекта к отрасли создания инфраструктурных объектов, промышленной, жилищной, коммунальной отрасли.

**Проектное финансирование** – деятельность специально выделенной проектной компании по созданию, реконструкции или модернизации активов за счет целевого привлечения финансовых ресурсов, обеспеченных проектными активами и возвращаемых за счет создаваемых проектом денежных потоков, с учетом разделения рисков проекта между его заинтересованными сторонами.

**ГЧП** – комплекс моделей взаимодействия частного и государственного сегмента экономики для достижения социально важных целей посредством всестороннего соинвестирования ресурсов и компетенций, а также обоюдного принятия потенциальных рисков.



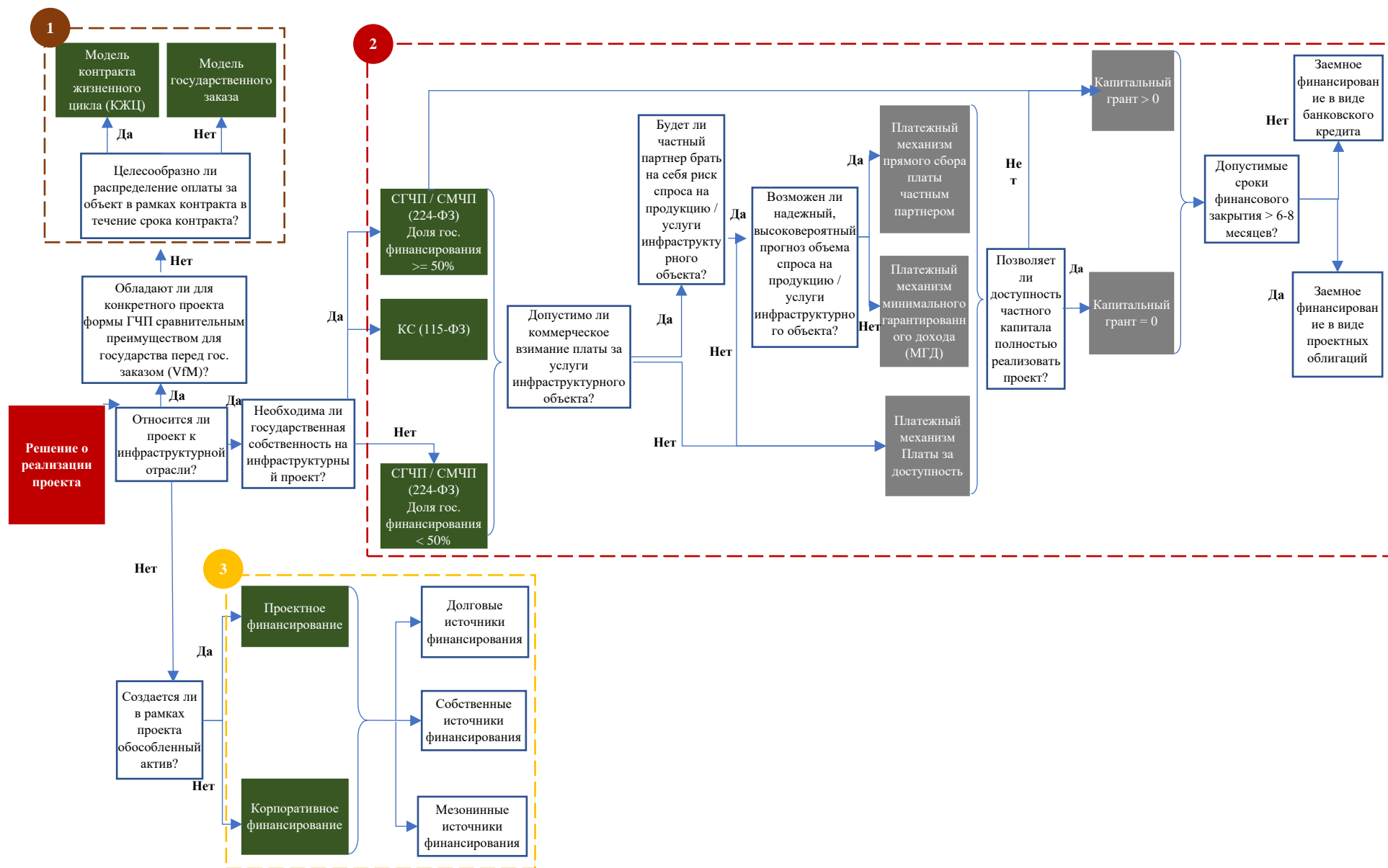
Источник: составлено автором.

Рисунок 1 – Взаимосвязь понятий «проектного финансирования» и «государственно-частного партнерства»

**Разработан алгоритм определения и оценки основных параметров инвестиционного проекта, содержащий предложенные узлы принятия финансовых решений, влияющие на отнесение проекта к одному из выделенных автором трёх кластеров, и позволяющий участникам инвестиционных проектов задавать ключевые финансовые параметры при их структурировании.**

Учитывая проведенный анализ финансовых характеристик проектов ГЧП и проектов, реализующихся с применением проектного финансирования, предложен подход схематичного выбора наиболее подходящего финансового инструментария реализации инвестиционного проекта в реальном секторе российской экономики.

Алгоритм, представляющий собой схему последовательного выбора между ключевыми определяющими элементами, влияющими на инвестиционный инструментарий проекта отражен на рисунке 2.



Источник: составлено автором.

Рисунок 2 – Предложенный алгоритм финансового структурирования проектного финансирования и ГЧП

По итогам разработки алгоритма совокупность финансовых схем реализации проектов была разделена на три крупных кластера, выделенные на рисунке алгоритма: 1) инвестиционные проекты без привлечения частных инвесторов; 2) инвестиционные ГЧП проекты; 3) инвестиционные проекты без участия публичного сектора.

В числе ключевых идентифицированных узлов принятия решения, по которым осуществляется определение финансовой схемы проекта, выявлены: отнесение проекта к отрасли создания инфраструктурных объектов; создание в рамках проекта обособленного актива; наличие для проекта сравнительного преимущества ГЧП перед схемой государственного заказа; целесообразность распределения оплаты за создание объекта в течение времени; необходимость государственной собственности на объект проекта; допустимость коммерческого взимания платы за услуги объекта проекта; принятие частной стороной риска спроса на продукцию или услуги объекта проекта; возможность высоковероятного прогнозирования спроса на продукцию или услуги объекта проекта; необходимость привлечения субсидий на инвестиционной фазе проекта; целевые сроки привлечения финансирования для старта реализации проекта.

**Предложен и обоснован методический подход к реализации инвестиционных проектов на основе гармонизации проектного финансирования и ГЧП, обеспечивающий участникам проектов гибкость при структурировании таких сделок посредством синтеза возможностей и минимизации ограничений проектного финансирования и ГЧП.**

В рамках исследования систематизирован перечень финансовых и организационных инструментов, возможных либо к отдельному применению в проектном финансировании или ГЧП, либо к одновременной имплементации в оба способа финансирования.

С учетом данного перечня инструментов структурировано несколько подходов к реализации инвестиционных проектов в реальном секторе с совмещением проектного финансирования и ГЧП.

В зависимости от отрасли и структуры финансирования проекта, льготный заем от ООО «СОПФ Инфраструктурные облигации» через выпуск инфраструктурных облигаций может предоставляться либо застройщику на строительство инфраструктурных объектов при жилищном комплексе, либо дочернему обществу субъекта России при реализации инфраструктурного проекта, либо частной стороне при реализации концессионного соглашения или соглашения о ГЧП/МЧП. Кроме того, представляется возможным совмещение проектного финансирования жилищного строительства и ГЧП по строительству инфраструктурных объектов за счет инфраструктурных облигаций (рисунок 3).

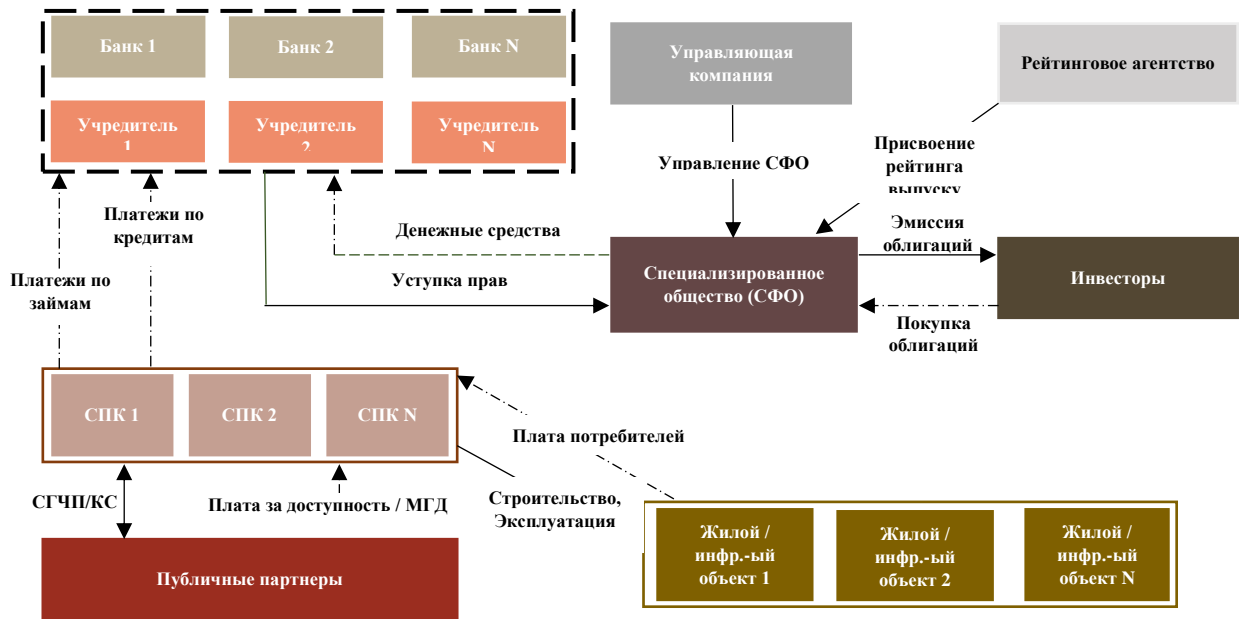


Источник: составлено автором.

Рисунок 3 – Подход к совмещению проектного финансирования и ГЧП через инфраструктурные облигации

Секьюритизация обязательств в проектном финансировании рассматривается в отношении обязательств застройщиков или проектных компаний по банковским кредитам и займам учредителей, привлеченных для реализации проекта (рисунок 4). Использование секьюритизации возможно как в отношении единичного крупного проекта, так и в отношении пула однородных проектов с однородным характером обязательств. Преимуществами секьюритизации является потенциальное снижение стоимости финансирования проекта, разгрузка капитала банков, аккумуляция банковских средств и средств инвесторов для вложения в новые инвестиционные проекты.

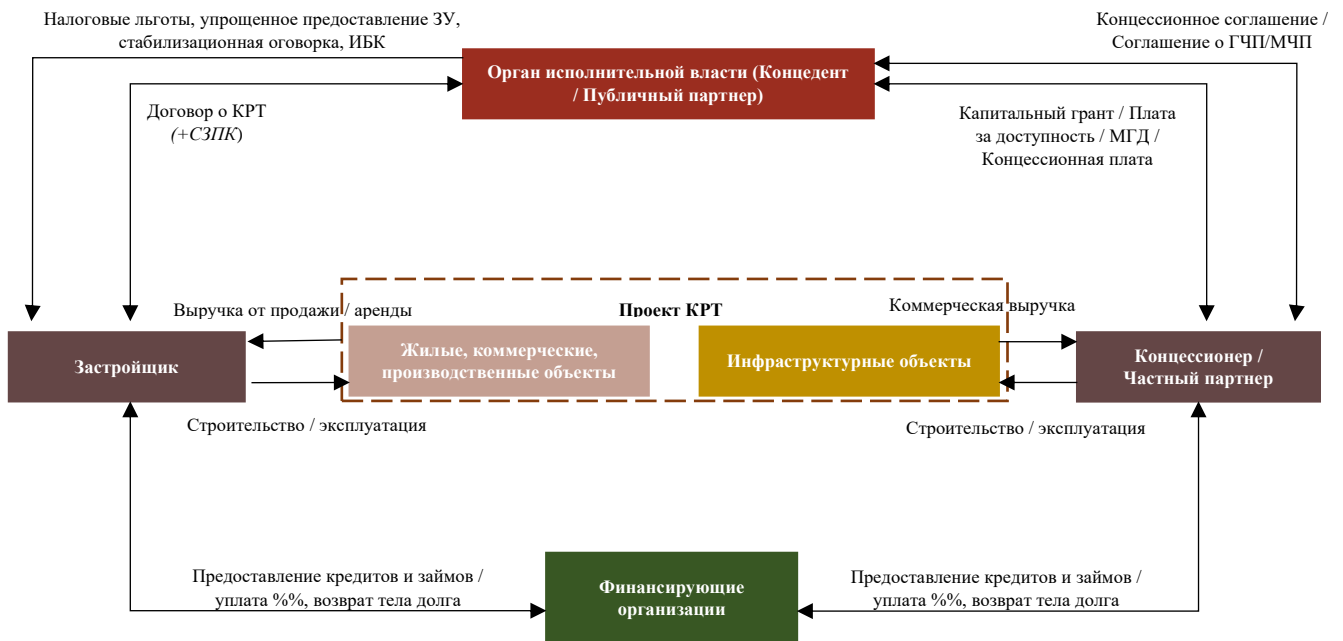




Источник: составлено автором.

Рисунок 4 – Подход к секьюритизации прав требования в проектах с использованием проектного финансирования и ГЧП

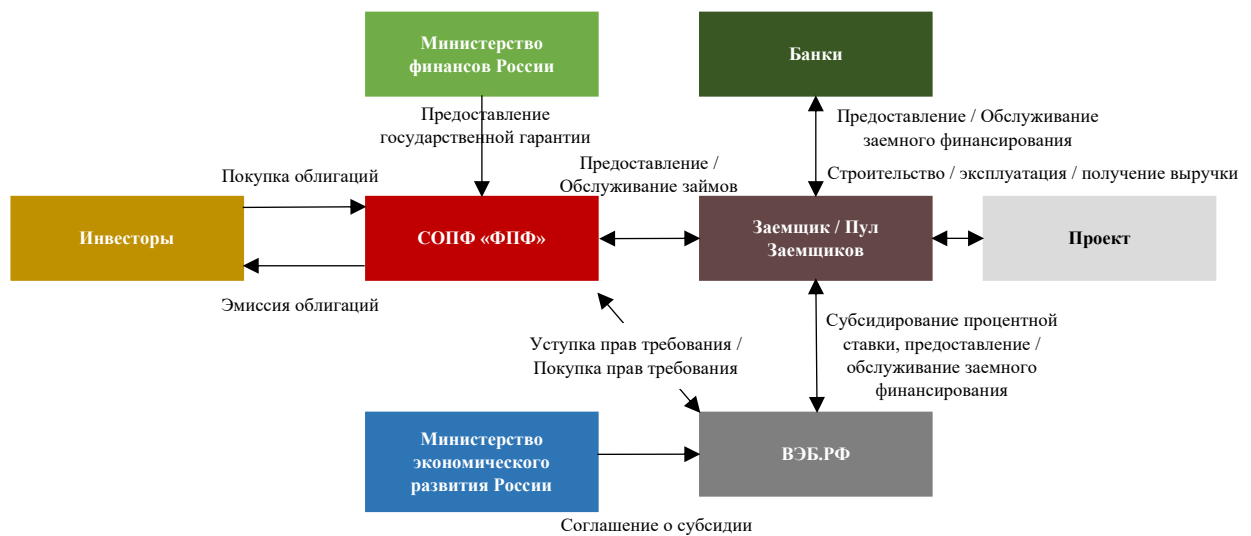
Организационная конструкция инструмента КРТ позволяет совместить проектное финансирование и ГЧП за счет разделения объектов, входящих в совокупный проект КРТ на две составляющие: часть проектного финансирования, генерирующая коммерческую выручку и реализуемая с применением проектного финансирования, а также часть ГЧП, включающая инфраструктурные объекты (социальная, коммунальная, образовательная, медицинская инфраструктура), для окупаемости которых необходимо бюджетное участие (рисунок 5).



Источник: составлено автором.

Рисунок 5 – Подход к совмещению КРТ и ГЧП

Особенностью и комплексностью Фабрики Проектного Финансирования (ФПФ) с точки зрения сочетания проектного финансирования и ГЧП является возможность внедрения косвенного участия публичного сектора в финансировании проектов, относящихся не только к отрасли инфраструктурных объектов, сочетание инструментов гибридного финансирования с государственными гарантиями, а также возможность секьюритизации прав требования по траншам, предоставляемых от ВЭБ.РФ проектной компании в целях реализации проекта (рисунок 6).



Источник: составлено автором.

Рисунок 6 – Подход к реализации инвестиционного проекта с использованием ФПФ

Поскольку туристические объекты обладают потенциалом коммерческого сбора выручки, а также включены в перечень доступных для заключения соглашений объектов в ГЧП и квази-ГЧП, объединение проектного финансирования и ГЧП позволяет использовать гибкое структурирование использования инструментов через разделение проекта на составные части. В случае включения в проект как коммерциализируемых, так и не коммерциализируемых объектов, в отношении первых возможно использовать инструмент проектного финансирования с коммерческой окупаемостью инвестиций, а в отношении вторых – реализацию через заключение концессионных соглашений или соглашений о ГЧП/МЧП (рисунок 7).



Источник: составлено автором.

Рисунок 7 – Подход к сочетанию проектного финансирования и ГЧП при реализации инвестиционного проекта в туристической отрасли

**Разработана на основе исследования методов финансирования инвестиций матрица инструментальной гармонизации проектного финансирования и ГЧП и предложен на этой основе способ определения возможности единого использования финансовых и организационных инструментов при структурировании инвестиционного проекта.**

Подход к условной и безусловной попарной сочетаемости составлен по принципу расположения всех выявленных инструментов по обеим осям матрицы и выявления возможности сочетания каждой пары инструментов между собой по трем вариантам: сочетаемость вне зависимости от условий (✓), не сочетаемость вне зависимости от условий (×), возможность сочетания в зависимости от условий и структуры сделки (?).

Матрица составлена в виде 27 квадрантов, образующих группы инструментов, разделенные по двум признакам: 1) отношение к финансовым или организационным инструментам; 2) отношение либо только к проектному финансированию, либо только к ГЧП, либо возможность применения в обоих инструментах. Матрица представлена на рисунке 8.



После сбора генеральной совокупности данных инвестиционных проектов с помощью разработанного парсингового алгоритма, написанного на языке Python для структурированных подходов разработана методика формирования выборки инвестиционных проектов для каждого из подходов. По итогам разработки методики осуществлен отбор проектов, возможных к применению подходов:

- совмещение проектного финансирования и ГЧП через инфраструктурные облигации – 143 проекта;
- секьюритизация прав требования в проектах с использованием проектного финансирования и ГЧП – 29 пула однородных проектов;
- сочетание КРТ и ГЧП – 54 проекта;
- реализации инвестиционного проекта с использованием ФПФ – 38 проектов;
- сочетание проектного финансирования и ГЧП при реализации инвестиционного проекта в туристической отрасли – 45 проектов.

Масштаб для первой схемы оценивается как совокупный объем финансирования, который может быть предоставлен в проекты через займы от СОПФ, для второй схемы - как совокупный объем банковских кредитов и займов от участников / акционеров проектной компании, привлеченных в проекты, составляющие секьюритизируемый пул, для третьей схемы – как совокупный объем инвестиций, требуемый для финансирования социальных объектов КРТ, для четвертой схемы - как совокупный объем инвестиций, финансируемый с помощью средств ВЭБ.РФ, для пятой схемы - как совокупный объем требуемых частных инвестиций для финансирования проектов.

Для проектных компаний ключевым потенциальным экономическим эффектом от применения данных подходов является экономия по процентным платежам в рамках обязательств, образованных за счет кредитов и займов, привлеченных в целях реализации проектов.

Для участников и акционеров проектных компаний потенциальный экономический эффект заключается в экономии собственного капитала за счет структурирования инвестиционных проектов в реальном секторе посредством

подходов, позволяющих частично заместить собственный капитал иным инструментарием.

Для банков, предоставляющих заемное финансирование в проекты, потенциальный экономический эффект заключается в частичном высвобождении капитала для реализации иных проектов за счет частичного замещения банковского кредитования инструментарием в рамках рассмотренных подходов.

Для инвесторов в облигации потенциальный экономический эффект заключается в возможном приросте дохода от инвестирования в облигации проектных компаний, выпущенных для частичного финансирования реализации проектов, в сравнении с вложением средств в классические банковские депозиты.

Для государства представлен потенциальный прямой экономический эффект от реализации подходов к структурированию проектов с сочетанием проектного финансирования и ГЧП, заключающийся в изменении прямых затрат на финансирование капитальных и операционных платежей проектных компаний, в том числе субсидирование процентных ставок в рамках отдельных льготных программ. Отрицательное значение эффекта обусловлено не включением в данный расчет косвенных выгод за счет экономии на потенциальных рисках проектов, а также за счет налогов, генерируемых развитием новых инфраструктурных, производственных объектов и созданием мест приложения труда.

В рамках каждого подхода разработана методика определения экономических эффектов для ключевых участников инвестиционных проектов, а также осуществлен расчет данных эффектов (таблица 1).

В тексте диссертационного исследования для каждого подхода представлены данные по рассчитанным эффектам для нескольких конкретных проектов, попавших в итоговую выборку.

Таблица 1 – Потенциальный масштаб и экономические эффекты от применения выявленных подходов к сочетанию проектного финансирования и ГЧП в разрезе ключевых субъектов проекта

Подход	Масштаб, млрд руб.	Эффект для ключевых субъектов проекта, млрд руб.				
		Участники / акционеры проектных компаний	Банки, предоставляющие долговое финансирование в проекты	Инвесторы в облигации	Государство	Проектные компании
Совмещение проектного финансирования и ГЧП через инфраструктурные облигации	214,0	Выборка после отбора проектов: 143 проекта Апробация расчета эффектов на 5 проектах				
		21,4 (10%)	26,5 (12%)	8,6 в год (4% в год)	-11,6 в год (-4% в год)	11,7 в год (5% в год)
Секьюритизация прав требований в проектах с использованием проектного финансирования и ГЧП	620,7	Выборка после отбора проектов: 29 пулов проектов Апробация расчета эффектов на 3 пулах (совокупно 8 проектов)				
		62,1 (10%)	44,7 (7%)	17 в год (3% в год)	1,5 в год (<1% в год)	10,1 в год (2% в год)
Сочетание КРТ и ГЧП	108,8	Выборка после отбора проектов: 54 проекта Апробация расчета эффектов на 5 проектах				
		32,6 (30%)	0,22 (<1%)	0,46 в год (<1% в год)	0,17 в год (<1% в год)	0,17 в год (<1% в год)
Реализации инвестиционного проекта с использованием ФПФ	395,6	Выборка после отбора проектов: 38 проектов Апробация расчета эффектов на 5 проектах				
		39,6 (10%)	52,1 (13%)	15,9 в год (4% в год)	-0,5 в год (<-1% в год)	3,9 в год (1% в год)
Сочетание проектного финансирования и ГЧП при реализации инвестиционного проекта в туристической отрасли	95,3	Выборка после отбора проектов: 45 проектов Апробация расчета эффектов на 5 проектах				
		1,9 (2%)	1,87 (2%)	0,73 в год (<1% в год)	-3,3 в год (-3% в год)	3,6 в год (4% в год)
<b>Итого:</b>	<b>1 434,4</b>	<b>157,6 (11%)</b>	<b>125,4 (9%)</b>	<b>42,7 в год (3% в год)</b>	<b>-13,7 в год (&lt;-1% в год)</b>	<b>29,5 в год (2% в год)</b>

Источник: составлено автором.

В заключении диссертационной работы обобщены результаты проведенного исследования, сформулированы основные выводы и даны рекомендации по их практическому применению.

### **III. ПУБЛИКАЦИИ АВТОРА ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ**

#### ***Статьи, опубликованные в рецензируемых научных изданиях***

1. Трашкин, И. С. Гармонизация терминов проектного финансирования и государственно-частного партнерства при реализации инвестиционных проектов / И. С. Трашкин // Банковское дело. – 2022. – № 4. – С. 40-47. – EDN IDNAHJ. – 0,88 печ. л.
2. Трашкин, И. С. Организационно-правовые формы инвестиционных инфраструктурных проектов: классификация и систематизация / И. С. Трашкин // Банковское дело. – 2022. – № 7. – С. 54-61. – EDN AGQJLA. – 0,88 печ. л.
3. Трашкин, И. С. Разработка алгоритма выбора финансовых схем реализации инвестиционных инфраструктурных проектов / И. С. Трашкин // Банковское дело. – 2022. – № 8. – С. 11-19. – EDN FRNNZY. – 1,00 печ. л.
4. Трашкин, И. С. Инструментарий структурирования инвестиционных проектов на принципах проектного финансирования и государственно-частного партнерства / И. С. Трашкин // Фундаментальные исследования. – 2023. – № 1. – С. 55-65. – DOI 10.17513/fr.43420. – EDN IVHZBQ. – 1,25 печ. л.
5. Трашкин, И.С. Инвестиционный масштаб и экономические эффекты сочетания механизмов проектного финансирования и государственно-частного партнерства / И. С. Трашкин // Фундаментальные исследования. – 2023. – № 10. – С. 22-31. – DOI 10.17513/fr.43506. – 1,13 печ. л.
6. Трашкин, И.С. Совмещение механизмов проектного финансирования и государственно-частного партнерства при реализации инвестиционных проектов в реальном секторе / И.С. Трашкин // Фундаментальные исследования. – 2023. - №12. – С.131-143. – DOI 10.17513/fr.43547. – 1,50 печ. л.



7. Трашкин, И. С. Теоретические аспекты гармонизации механизмов проектного финансирования и ГЧП при реализации инвестиционных проектов в реальном секторе / И. С. Трашкин // Экономические науки. – 2023. – № 229. – С. 64-74. – DOI 10.14451/1.229.64. – EDN ROPOPE. – 1,16 печ. л.

8. Трашкин, И. С. Гармонизация проектного финансирования и ГЧП / И. С. Трашкин, В. В. Клевцов // Финансовый бизнес. – 2024. – № 9(255). – С. 136-139. – EDN ENWACD. – 0,38 печ. л. – 0,19 печ. л.

*Публикации в других научных журналах и изданиях:*

9. Трашкин, И. С. Секьюритизация проектов государственно-частного партнерства как перспективный инструмент финансирования инфраструктуры в России / И. С. Трашкин // Мировые финансы: новые вызовы и решения : материалы Международной научно-практической конференции, Москва, 27 мая 2021 года. – Москва: ФГБОУ ВО «РЭУ им. Г. В. Плеханова», 2021. – С. 217-223. – EDN VJRRGC. – 0,75 печ. л.

10. Трашкин, И. С. Предпосылки секьюритизации проектов государственно-частного партнерства / И. С. Трашкин // Управленческие науки в современном мире : Сборник докладов студенческих секций IX Международной научно-практической конференции, Москва, 29–30 ноября 2022 года. – Москва: Издательский дом «Реальная экономика», 2022. – С. 155-157. – EDN QCELNW. – 0,25 печ. л.

11. Трашкин, И. С. Алгоритм выбора схем реализации инвестиционных проектов в реальном секторе / И. С. Трашкин // Управленческие науки в современном мире : Сборник докладов X Международной научно-практической конференции, Москва, 29–30 ноября 2022 года / Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации. – Санкт-Петербург: Издательский дом «Реальная экономика», 2023. – С. 122-124. – EDN MHSBEM. – 0,25 печ. л.

12. Трашкин, И. С. Подходы к реализации инвестиционных проектов на основе гармонизации проектного финансирования и ГЧП / И. С. Трашкин // Современные тенденции развития финансовой сферы России: Материалы VII междун. науч.-практ. конф. – М.: Изд. центр МАПК, 2023. – С. 24-28. – 0,15 печ. л.