

УДК 336.76

ІНФРАСТРУКТУРНІ ПРОЕКТИ – НАПРЯМОК РОЗВИТКУ ВЗАЄМОВІДНОСИН ДЕРЖАВИ І БІЗНЕСУ

ВОЛОДИМИР КУБЛІКОВ,*кандидат економічних наук, доцент, докторант
Одеського державного економічного університету*

У статті розглядаються методи і форми партнерських стосунків держави та підприємницьких структур, проблеми фінансування інфраструктурних проектів із використанням інструментів ринку цінних паперів. Пропонується модифікована модель оцінки ринкової вартості проекту в умовах імовірного розподілу потоків грошових коштів у часі.

Ключові слова: приватно-державне партнерство, інфраструктурні проекти, концесійна угода, корпоративні облигації, ринкова вартість проекту, модель оцінки прибутковості фінансових активів (CAPM).

Постановка проблеми. У 90-х роках минулого століття в багатьох країнах світу стали відбуватися кардинальні зміни в структурі державної власності. Уряди ряду країн, з одного боку, реалізовували серйозні приватизаційні програми, а з іншого - почали передавати в тимчасове користування приватному бізнесу об'єкти газового й енергетичного господарства, водопостачання та каналізації, транспортних і комунікаційних систем, залишаючи за собою право регулювати і контролювати їх діяльність. Обумовлено це було тим, що підприємства соціальних галузей не можуть бути приватизовані внаслідок їх стратегічної, суспільної й соціально-політичної значущості, а бюджети держав не володіли достатніми ресурсами для забезпечення їх розширеного відтворення. Для вирішення цього протиріччя використовується концепція приватно-державного партнерства (ПДП), яка є альтернативою приватизації життєво важливих об'єктів, що мають стратегічне значення державної власності. Разом із тим, досвід використання концепції ПДП мало досліджується у вітчизняній науці та практиці.

Аналіз досліджень і публікацій останніх років. Певні основи концепції приватно-державного партнерства були закладені в роботі [1], де проаналізовані проблеми економічної політики держави, яка за допомогою кредитно-грошових і бюджетних інструментів, заохочення приватних інвестицій і зростання споживчих витрат повинна сприяти найбільш швидкому зростанню національного доходу. Подальший розвиток концепції ПДП був здійснений у роботі [2]. У ній об'єднання зусиль держави й великого бізнесу розглядається як необхідна умова фінансування потреби в технологічних знаннях, гарантіях певного рівня ціни та зобов'язань реалізації продукції. Подальший розвиток ці підходи отримали в роботі [3]. Принципи правового регу-

лювання приватно-державного партнерства розглянуті в роботі [6].

Разом із тим, у вітчизняній літературі не розглядаються питання приватно-державного партнерства на основі концесійних угод, наявність відповідного правового забезпечення, проблеми оцінки економічної ефективності інфраструктурних проектів і джерела їх фінансування.

Мета статті. Розглянути можливість використання інфраструктурних облигацій для фінансування проектів приватно-державного партнерства у формі концесійної угоди.

Виклад основного матеріалу. Держава має постійну потребу в додаткових ресурсах для реалізації соціально значущих проектів або проектів із розвитку інфраструктури й унаслідок недостатнього обсягу бюджетних джерел фінансування вимушена залучати кошти недержавного сектора.

Тісний взаємозв'язок між державою і підприємницькими структурами обумовлюється й об'єктивною необхідністю вирішення соціально значущих проблем або повнішого розвитку інфраструктури за відсутності достатнього обсягу державних фінансових ресурсів, необхідних виробничих ділянок і кадрового потенціалу. Ефективність діяльності держави в реалізації цих питань в основному залежить від чіткого усвідомлення необхідності залучення недержавних структур до реалізації спільних проектів.

Інтерес із боку бізнесу в такому партнерстві полягає в можливості отримання гарантованих замовлень, що забезпечують підприємницьким структурам завантаження виробництва і, відповідно, стабільний дохід. Таким чином, в основі приватно-державного партнерства лежить усвідомлена необхідність як із боку держави, так і бізнесу в тісній і плідній співпраці в соціально значущих галузях.

У всьому різноманітті співпраці держави і при-

№7 (98) жовтень 2009 р.

ватного сектора партнерство займає особливе місце. Моделі та структура його реалізації також різноманітні, проте їх об'єднує ряд характерних особливостей, що дозволяють виділити партнерство в самостійну економічну категорію. В економічному сенсі партнерство будується як оформлена договором кооперація державних і приватних структур, що створюється під конкретні цілі й спирається на відповідні домовленості сторін. Основною ознакою приватно-державного партнерства є участь у коопераційному ланцюжку державних і приватних структур зі створення доданої вартості. При формуванні механізму приватно-державного партнерства важливим завданням держави стає пошук форм ефективної взаємодії з бізнесом, що має найменш ризиковий прояв через пом'якшення протиріч, що постійно виникають при цьому, обумовлених тим, що кожна сторона прагне отримати якомога більше прав, одночасно прагнучи взяти на себе мінімальну кількість зобов'язань.

Методи і форми партнерських стосунків держави й підприємницьких структур випливають із особливостей використання приватно-державного партнерства, що є об'єднанням у рамках спільного проекту державних і приватних компетенцій. Таке об'єднання, з одного боку, дозволяє уряду вирішувати проблеми з фінансуванням інфраструктурних об'єктів або соціальних програм, а з іншого - дає можливість приватному бізнесу вкладати гроші й отримувати гарантований прибуток.

Можна виділити такі основні форми реалізації приватно-державного партнерства: контракт, оренда, концесія, угоди про розділ продукції, спільні підприємства.

Аналіз міжнародної практики утворення партнерства держави й підприємницьких структур свідчить про його наявність у таких галузях, як транспорт, житлово-комунальне господарство, екологія, будівництво й експлуатація громадських будівель і муніципального житла, телекомунікації, освіта й охорона здоров'я, науково-дослідні й конструкторські роботи.

При цьому основні риси приватно-державного партнерства, проекти, що відрізняють його від інших форм стосунків держави і приватного бізнесу, визначаються:

певними часовими рамками угод про партнерство (від 10 до 20 і більше років, у випадку концесій - до 50 років);

специфічними формами фінансування проектів, у тому числі за рахунок приватних інвестицій, що доповнюються державними фінансовими ресурсами, спільного інвестування декількома учасниками, залучення кредитних ресурсів під гарантії уряду;

необхідністю реалізації партнерських стосунків в умовах конкурентного середовища, коли за кожен контракт або концесію проходить конкурсне змагання між декількома потенційними учасниками;

спеціальними формами розподілу відповідальності між партнерами: держава встановлює цілі проекту з позицій інтересів суспільства й визначає вартісні і якісні параметри, а також здійснює моніторинг за реалізацією проектів. У свою чергу, приват-

ний партнер бере на себе оперативну діяльність на різних стадіях проекту - розробку, фінансування, будівництво й експлуатацію, управління, реалізацію послуг споживачам;

розділенням ризиків, що виникають у проекті, між учасниками угоди на основі відповідних домовленостей сторін.

Особливості правового режиму ПДП в Україні у формі концесій задаються законами України "Про концесії" № 997-XIV від 16 липня 1999 року [4], "Про концесії на будівництво та експлуатацію автомобільних доріг" № 891-VI від 15.01.2009 (зі змінами, внесеними згідно із Законом N 662-IV від 03.04.2003, ВВР, 2003, № 27, ст. 209); "Про внесення змін до Закону України "Про концесії" щодо особливостей застосування концесійних угод для об'єктів права державної чи комунальної власності, що використовуються для здійснення діяльності з централізованого водо-, тепlopостачання та водовідведення" № 1023-VI від 19 лютого 2009 року тощо.

Світова практика показує, що вихід із економічної кризи пов'язаний із реалізацією державою інфраструктурних проектів, які дозволяють оживити і виробництво, і попит, і використання. Метод залучення інвестицій у великі інфраструктурні проекти на умовах концесійної угоди давно й ефективно працює в багатьох країнах світу. За концесійною схемою був реалізований найбільший у світі транспортно-інфраструктурний проект - будівництво й експлуатація Європейського тунелю. Обсяг інвестицій склав понад 15 млрд дол. США [5]. У рамках концепції ПДП і за допомогою надання концесій, здійснюється довгострокова інвестиційна програма зі створення транс'європейських мереж транспорту, телекомунікацій та енергетичних інфраструктур. Упродовж 20 років у ці сфери буде інвестовано 400 млрд євро [Там само]. За даними [5], із січня 1994 р. до вересня 2005 р. вартість проектів ПДП у Європі складала \$ 120 млрд.

В Україні не лише криза обумовлює актуальність інфраструктурних проектів, але й майбутній чемпіонат Євро-2012, проведення якого покладає на Україну зобов'язання щодо створення більше 200 інфраструктурних одиниць, зокрема будівництва автомобільних доріг, мостів, тунелів й інших проектів некомерційного характеру.

Проте незалежно від виду інфраструктурного проекту створюваний або відновлюваний об'єкт не переходить у приватну власність. У зв'язку із цим виникає складна ситуація із залученням інвестицій в інфраструктурні проекти, які спочатку не передбачають гарантії для інвестора й не дозволяють йому придбати у власність створюване або покращуване нерухоме майно.

В Україні при реалізації інфраструктурних проектів найбільш часто використовується така форма співпраці державного й приватного партнерів, як концесійні договори. Проте цей механізм не забезпечує для інвестора гарантії на повернення вкладених коштів із певною прибутковістю. У результаті маємо слабкий інтерес із боку інвесторів до українських інфраструктурних проектів. Приклад - залучення приватних інвесторів для будівництва державних

автомобільних доріг здійснене двічі - для будівництва автомобільної дороги Львів - Краковець і Львів - Броди. Кожен з проектів реалізується на умовах концесії. При цьому концесійний проект Львів - Краковець був запущений у 1999 році в результаті укладення концесійного договору з концерном "Трансмагістраль", проте за станом на 2009 рік будівництво автомобільної дороги так і не було розпочате. Основною причиною кризи у відносинах між українським концедентом і концесіонером є недостатність державного фінансування, відсутність власних ресурсів у концесіонерів і дефіцит кредитних ресурсів.

Оскільки при реалізації більшості з інфраструктурних проектів державі недоцільно здійснювати 100 % його інвестування за рахунок бюджетних коштів, то закономірно, що першочерговим завданням є залучення інвестора. Але залучений інвестор, як правило, позбавлений можливості отримати кредитне фінансування під указані проекти, оскільки відсутній предмет забезпечення кредиту. У деяких випадках удається його отримати під забезпечення, надане у вигляді державної гарантії. Одержання державної гарантії можливе на підставі окремої постанови Кабінету Міністрів України відповідно до статті 17 Бюджетного кодексу України або в результаті застави майнового права за концесійним договором, що можливо виключно з відома концедента (стаття 4 Закону України "Про концесії" № 997-XIV від 16 липня 1999 року).

Таким чином, реалізація далеко не кожного інфраструктурного проекту дає можливість інвесторові (концесіонерів) отримати фінансування вкладених коштів, тому найпростішим способом вирішення проблеми альтернативного фінансування інфраструктурних проектів можуть стати інструменти ринку цінних паперів.

Поняття інфраструктурного проекту передбачає, що для його здійснення використовується методологія управління проектами (*Project Management*).

Традиційно проекти оцінюються за чистою приведеною вартістю (*NPV*), яка є технікою дисконтування потоку грошових коштів. Рівняння чистої приведеної вартості має такий вигляд:

$$NPV = \sum_{t=1}^N \frac{CF_t}{(1+k)^t} - I_0, \quad (1)$$

де CF_t - річний потік грошових коштів за проектом за період t ; I_0 - обсяг первинних інвестицій; k - коефіцієнт дисконтування.

Використання цієї формули передбачає, що заздалегідь відомі як величини майбутніх потоків грошових коштів, так і ставка дисконтування. На жаль, у реальних умовах цього неможливо досягти.

При невизначеності майбутніх грошових потоків ми стикаємося з необхідністю оцінки імовірнісного розподілу потоків грошових коштів у часі. У цьому випадку можна скористатися іншою формулою, яка по суті своїй є розширенням методу оцінки чистої приведеної вартості. Модифіковане рівняння виглядає таким чином:

$$NPV = \sum_{t=1}^N \frac{\bar{X}_t}{(1+(k_{0t}+k_{pt}))^t} - I_0, \quad (2)$$

де \bar{X}_t - середні розподіли очікуваних ризикованих потоків грошових коштів X_t за період t ; I_0 - обсяг первинних інвестицій; k_{0t} - безризикова ставка за період t ; k_{pt} - премія за ризик за період t .

Як видно з формули (2), основною складністю застосування цієї моделі є визначення значень k_{0t} і k_{pt} , що має суб'єктивний характер. Як безризикова ставка можуть бути вибрані величини прибутковості облігацій внутрішньої державної позики на відповідний період. Як премія за ризик - прогнозні значення темпів інфляції.

Необхідно також відзначити, що використання підвищеної ставки дисконтування ($k_{0t}+k_{pt}$) призводить до зменшення вартості майбутніх доходів, а це підвищує вірогідність того, що чиста приведена вартість проекту виявиться негативною і проект не буде прийнятий до реалізації.

Виходячи з того, що на вихідні розрахункові величини впливає економічна ситуація в країні, зокрема стан ринку цінних паперів, оцінювати ефективність конкретного інфраструктурного проекту треба з урахуванням поведінки інших агентів на цьому ринку. Для цього можна скористатися можливостями моделі оцінки прибутковості фінансових активів (*CAPM*). У загальному вигляді рівняння *CAPM* може бути записане так:

$$E(R_i) = R_f + [E(R_m) - R_f] \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2}; \quad (3)$$

$$R_i = \frac{X_i}{V_i} \text{ и } E(R_i) = \frac{\bar{X}_i}{V_i},$$

де R_i - ставка прибутковості за проектом; R_f - безризикова ставка прибутковості; R_m - ставка ринкової прибутковості; σ_{im} - коваріація між R_i і R_m ; σ_m^2 - дисперсія R_m ; X_i - потік грошових коштів фірми i ; \bar{X}_i - очікуване значення X_i ; V_i - ринкова вартість фірми i .

Здійснивши деякі перетворення, отримуємо вираз для ринкової вартості фірми i :

$$V_i = \bar{X}_i - [E(R_m) - R_f] \frac{\text{cov}(X_i, R_m)}{R_f}, \quad (4)$$

Для визначення ринкової вартості проекту рівняння (4) приведемо до вигляду:

$$V_i^0 = \bar{X}_i^0 - [E(R_m) - R_f] \frac{\text{cov}(X_i^0, R_m)}{R_f}, \quad (5)$$

де $\text{cov}(X_i^0, R_m) = \beta_i (\sigma_m^2) (I_0)$; $\beta_i = \frac{\text{cov}(X_i^0, R_m)}{\sigma_i^2 I_0}$;

V_i^0 - ринкова вартість проекту, X_i^0 - потік грошових

коштів за проектом; \bar{X}_i^0 - очікуване значення X_i^0 ;
 I_0 - обсяг первинних інвестицій.

Джерелом фінансування інфраструктурних проєктів можуть виступати корпоративні облігації як модифікація інфраструктурних облігацій.

Українське законодавство не містить в арсеналі законодавчо визнаних цінних паперів "інфраструктурні облігації". Проте можна чітко визначити основні передумови для використання інфраструктурних облігацій в українських проєктах, до яких належать:

наявність достатньої законодавчої бази для здійснення випусків як облігацій місцевої позики, так і корпоративних облігацій;

досвід використання сек'юритизованих цінних паперів (іпотечних облігацій, іпотечних сертифікатів, що є аналогом інфраструктурних облігацій для проєктів будівництва нерухомості);

відсутність спеціальних нормативних документів, що регулюють питання випуску та обороту інфраструктурних облігацій;

розвинена фінансова інфраструктура для розміщення інфраструктурних облігацій (пенсійні фонди, інститути спільного інвестування, страхові компанії);

розвинений ринок облігацій місцевої позики (облігації Львівської, Вінницької, Луцької та ін. міських рад).

Використання українських корпоративних облігацій для реалізації інфраструктурних проєктів можливе завдяки їх особливостям:

позикивий інструмент, що дозволяє залучити кошти в інфраструктурний проєкт із гарантією виплати інвесторові доходу;

спосіб рефінансування і сек'юритизації грошових зобов'язань інвестора;

окремий інструмент державно-приватного партнерства й одночасно допоміжна складова інших механізмів ПДП;

інструмент, який надає інвесторові не лише право на дохід, але й може носити товарний цільовий характер;

інструмент, що надає переваги в оподаткуванні.

Висновки

У статті розглянуті правові й організаційні можливості використання корпоративних облігацій при фінансуванні інфраструктурних проєктів у формі концесійної угоди. Запропонована модифікована модель оцінки ринкової вартості проєкту, яка ґрунтується на теорії раціональної поведінки інвестора на ринку цінних паперів. Ринкова вартість проєкту обчислюється на підставі інформації як про поведінку ринку, так і виходячи з параметрів проєкту.

ЛІТЕРАТУРА:

1. Кейнс Дж. Общая теория занятости, процента и денег. Антология экономической классики / Дж. Кейнс; [пер. англ.]. - М.: Экономика, 1992. - Т. 2.

2. Гэлбрейт Дж. К. Новое промышленное государство. Эссе об американской экономической системе / Дж. К. Гэлбрейт // 25 ключевых книг по экономике. - Челябинск: Урал, 1999. - С. 412-414.

3. Макконнелл К. Р. Экономика: Принципы, проблемы и политика / К. Р. Макконнелл, С. Л. Брю; [пер. с англ. 11-го изд.]. - М.: Республика, 1993. - Т. 2. - 417 с.

4. Відомості Верховної Ради (ВВР). - 1999. - № 41. - Ст. 372.

5. The Report Was Developed For International Capital Market Association (ICMA) of 2005. 2005 - 37 p. - [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://www.world-exchanges/icma/report/2005>.

6. Николаев А. И. Государственно-частное партнерство в РФ: экономическое содержание и правовое обеспечение / А. И. Николаев, С. О. Бочков // Недвижимость и инвестиции. Правовое регулирование. - 2007. - № 1-2 (30-31). - С. 51-63.

V. Kublikov

INFRASTRUCTURAL PROJECTS – DIRECTION OF DEVELOPMENT OF MUTUAL RELATIONS OF THE STATE AND BUSINESS

In the article methods and forms of partner relations of the state and enterprise structures, are examined problems from financing of infrastructural projects with the use of instruments of market of equities. The modified model of estimation of market value of project is offered in the conditions of the probabilistic distributing of streams of money in time.

Key words: privately state partnership, infrastructural projects, concession agreement, corporate bonds, market value of project, Capital Asset Pricing Model (CAPM).

© В. Кубліков

Надійшла до редакції 10.08.2009

№7 (98) жовтень 2009 р.