

DOI: 10.26794/2587-5671-2023-27-5-43-54

УДК 336.64(045)

JEL D25

Государственная поддержка инвестиционных проектов в рамках соглашения о защите и поощрении капиталовложений: методологическое обоснование

Е.Б. Тютюкина, Д.А. Егорова

Финансовый университет, Москва, Россия

АННОТАЦИЯ

Предмет исследования – экономические отношения, связанные с осуществлением инвестиционного проекта, реализуемого в рамках соглашения о защите и поощрении капиталовложений (далее – СЗПК). **Цель:** методологическое обоснование целесообразности предоставления мер господдержки для обеспечения минимальной доходности инвестиционного проекта, реализуемого в рамках СЗПК. **Задачи:** предложить показатель, отражающий минимальную доходность инвестиционного проекта, механизм его использования для определения мер господдержки, дополнительные меры господдержки в случае недостаточно установленных в законодательстве. **Методы:** анализ подходов к определению ставки дисконтирования; статистические (наблюдение, группировка, метод показателей) для расчета отраслевых значений ROIC; контент-анализ для выбора мер господдержки. **Результаты:** в качестве минимальной доходности коммерческого инвестиционного проекта предложено использовать показатель ROIC. Проведен расчет показателя по данным всех организаций, не являющихся субъектами средних и малых предприятий, функционирующих в период 2012–2021 гг. В выборку вошли 133 организации, составляющие восемь подклассов ОКВЭД (производство целлюлозы и бумаги; производство удобрений и азотных соединений; производство пестицидов и др.; производство красок, лаков и др.; производство фармацевтических субстанций; производство лекарственных препаратов; деятельность в сфере телекоммуникаций; разработка компьютерного программного обеспечения). По данным 1011 наблюдений рассчитано медианное значение ROIC для каждого подкласса, достоверность которого подтверждается утвержденными минимальными нормами доходности инвестированного капитала для расчета тарифов регулируемых организаций. Предложен механизм использования ROIC для определения мер господдержки в рамках СЗПК, включающий: определение медианного значения ROIC по ВЭД, расчет ROIC по инвестиционному проекту, определение мер господдержки по их соотношению. В качестве дополнительных мер господдержки в рамках СЗПК предложено установить налоговые преференции (пониженные налоговые ставки, налоговые льготы, налоговые вычеты), а также использовать ускоренную амортизацию основных средств. Предложенные разработки создают методологическую основу обоснования предоставления различных мер господдержки в рамках СЗПК.

Ключевые слова: соглашение о защите и поощрении капиталовложений; господдержка инвестиционных проектов; стабилизационная оговорка; бюджетное субсидирование; ставка дисконтирования для инвестиционного проекта; минимальная доходность инвестиционного проекта; рентабельность инвестированного капитала (ROIC); меры господдержки на основе ROIC

Для цитирования: Тютюкина Е.Б., Егорова Д.А. Государственная поддержка инвестиционных проектов в рамках соглашения о защите и поощрении капиталовложений: методологическое обоснование. *Финансы: теория и практика.* 2023;27(5):43-54. DOI: 10.26794/2587-5671-2023-27-5-43-54

State Support of Investment Projects Within the Framework of an Agreement on the Protection and Promotion of Capital Investments: A Methodological Rationale

E. B. Tyutyukina, D. A. Egorova

Financial University, Moscow, Russia

ABSTRACT

The subject of research is economic interactions related to the implementation of an investment project within the framework of an agreement on the protection and promotion of investments (hereinafter referred to as the

APCI). **Purpose:** methodological substantiation of the expediency of providing state support measures to ensure the minimum profitability of an investment project implemented within the framework of the APCI. **Objectives:** to propose an indicator that reflects the minimum profitability of an investment project, the mechanism for its usage to determine state support measures, additional state support measures in cases where they are not sufficiently established in the legislation. **Methods:** analysis of approaches to determining the discount rate; statistical (observation, grouping, method of indicators) for calculating industry-specific ROIC values; content analysis to select state support measures. **Results:** it is proposed to use the ROIC indicator as the minimum profitability of a commercial investment project. The indicator was calculated according to the data of all organizations that are not subjects of medium and small enterprises operating in the period 2012–2021. The sample included 133 organizations that make up eight subclasses of Russian classifier of types of economic activity (pulp and paper production; production of fertilizers and nitrogen compounds; production of pesticides, etc.; production of paints, varnishes, etc.; production of pharmaceutical substances; production of medicines; activities in the field of telecommunications; development of computer software). Based on the data from 1011 observations, the median value of ROIC for each subclass was calculated, the reliability of which is confirmed by the approved minimum rates of return on invested capital for calculating the tariffs of regulated organizations. A mechanism is proposed for using ROIC to determine state support measures within the framework of the APCI, including: determining the median value of ROIC for foreign economic activity, calculating ROIC for an investment project, and determining state support measures by their ratio. As additional measures of state support within the framework of the APCI, it is proposed to establish tax preferences (lower tax rates, tax benefits, tax deductions), as well as accelerated depreciation of fixed assets. The proposed developments create a methodological basis for substantiating the provision of various state support measures within the framework of the APCI.

Keywords: an agreement on the protection and promotion of capital investments; state support of investment projects; stabilization clause; budget subsidies; discount rate for the investment project; minimum profitability of the investment project; return on invested capital (ROIC); government support measures based on ROIC

For citation: Tyutyukina E.B., Egorova D.A. State support of investment projects within the framework of an agreement on the protection and promotion of capital investments: A methodological rationale. *Finance: Theory and Practice*. 2023;27(5):43-54. DOI: 10.26794/2587-5671-2023-27-5-43-54

ВВЕДЕНИЕ

Федеральным законом от 01.04.2020 № 69-ФЗ «О защите и поощрении капиталовложений в Российской Федерации»¹ (далее — ФЗ-69) предусмотрены меры государственной поддержки (далее — господдержки) организаций, реализующих инвестиционные проекты (далее — ОРП), заключивших соглашение о защите и поощрении капиталовложений (СЗПК) с публично-правовым образованием (далее — ППО). При этом инвестиционные проекты (далее — ИП) должны соответствовать следующим критериям:

1) быть новыми, реализовываться в следующих направлениях:

- создание, строительство, реконструкция, модернизация объектов недвижимого имущества или комплекса связанных объектов имущества и их последующая эксплуатация;
- создание и использование результатов интеллектуальной деятельности или средств индивидуализации;

¹ Федеральный закон от 28.06.2022 № 226-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон “О защите и поощрении капиталовложений в Российской Федерации”». СПС Консультант Плюс. URL: <https://www.consultant.ru> (дата обращения: 20.02.2023).

2) иметь стратегическое значение для экономического развития страны (относиться к определенной сфере экономики)²;

3) осуществляться с целью извлечения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта, в том числе предотвращения или минимизации негативного влияния на окружающую среду;

4) иметь минимальный объем капиталовложений [в зависимости от сферы деятельности и вида публично-правового образования (далее — ППО), являющего стороной СЗПК].

В соответствии с ФЗ-69 Правительство Российской Федерации, кроме установленных в данном законе мер господдержки ОРП, может вводить и другие, в качестве критерия предоставления которых заявлено обеспечение минимальной доходности инвестиционного проекта (далее — МДИП)³. При этом в ФЗ-69 от-

² Федеральный закон от 28.06.2022 № 226-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон “О защите и поощрении капиталовложений в Российской Федерации”». СПС Консультант Плюс. URL: <https://www.consultant.ru> (дата обращения: 20.02.2023).

³ Федеральный закон от 28.06.2022 № 226-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон “О защите и поощрении

сутствуют какие-либо разъяснения по данному вопросу.

На наш взгляд, в рамках СЗПК показатель МДИП целесообразно использовать как для обоснования мер господдержки ОРП, уже предоставляемых ФЗ-69, так и введения новых.

ВЫБОР ПОКАЗАТЕЛЯ, ОТРАЖАЮЩЕГО МИНИМАЛЬНУЮ ДОХОДНОСТЬ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПРОЕКТА

Показателем, отражающим МДИП, является ставка дисконтирования, используемая при расчете экономической эффективности инвестиционного проекта (показателей NPV, PI, DPP) [1]. В научной литературе предлагаются различные подходы к ее расчету.

Большинство авторов в качестве ставки дисконтирования рассматривает метод WACC (weighted average cost of capital) [2–5]. При этом отмечается, что на практике для расчета стоимости собственного капитала компании в основном используется модель CAPM [6]. С. В. Кузина и П. К. Кузин рекомендуют использовать для экономически обособленного инвестиционного проекта стоимость капитала (WACC) оцениваемого проекта, а для интегрированного в предприятие проекта, когда невозможно выделить по нему денежные потоки, использовать в качестве ставки дисконта WACC предприятия [3, 4]. Они также рекомендуют применять метод WACC только в том случае, если остаточный денежный поток по проекту невозможно оценить или когда на этапе предварительного ТЭО инвестиционного проекта бюджет капиталовложений еще не утвержден, а в качестве наиболее справедливой оценки стоимости собственного капитала предлагают использовать показатель ROE. Н. В. Воронина и В. Г. Зарецкая видят сложности практического применения WACC на развивающихся рынках капитала, а именно — какую величину брать в расчетах в качестве ставки дисконтирования (фактическую за период, среднюю за несколько периодов или прогнозную) [5]. М. Jacobs отмечает, что, несмотря на распространенность метода WACC, на практике компании полагаются на ставки дисконтирования выше средневзве-

шенной стоимости капитала, чтобы учесть дополнительные риски [7].

Показатель WACC используется в российской экономике в качестве минимальной нормы доходности инвестированного капитала (НД) при расчете тарифов на услуги естественных монополий⁴, определяется по формуле⁵:

$$НД = 0,3 \cdot (ДГО + ССК_м) + 0,7 \cdot (ДГО + СЗК_м), (1)$$

где ДГО — предложенное Минэкономразвития РФ значение безрисковой ставки (равняется средней рублевой доходности государственных облигаций), %; ССК_м — премия за риск инвестирования в долговые обязательства (не может быть менее 3%); СЗК_м — премия за риск инвестирования в собственный капитал (определяется органами регулирования и не может быть менее 6%).

Использование такого подхода в данном случае является обоснованным, поскольку решается задача ограничения роста тарифов, а доходность регулируется

⁴ Приказ ФАС России от 14.10.2021 № 1108/21 «Об утверждении минимальной нормы доходности инвестированного капитала для расчета тарифов в сфере водоснабжения и водоотведения с применением метода доходности инвестированного капитала, созданного до (после) перехода к регулированию тарифов с применением метода доходности инвестированного капитала на долгосрочный период регулирования с началом долгосрочного периода регулирования в 2022 году» (зарегистрировано в Минюсте России 28.12.2021 № 66633). СПС Консультант Плюс. URL: <https://www.consultant.ru> (дата обращения: 20.02.2023). Постановление Правительства РФ от 29.12.2011 № 1178 (ред. от 01.09.2022) «О ценообразовании в области регулируемых цен (тарифов) в электроэнергетике» (вместе с «Основаниями ценообразования в области регулируемых цен (тарифов) в электроэнергетике», «Правилами государственного регулирования (пересмотра, применения) цен (тарифов) в электроэнергетике»). СПС Консультант Плюс. URL: <https://www.consultant.ru> (дата обращения: 20.02.2023). Приказ ФСТ России от 27.12.2013 № 1746-э (ред. от 05.07.2022) «Об утверждении Методических указаний по расчету регулируемых тарифов в сфере водоснабжения и водоотведения» (зарегистрировано в Минюсте России 25.02.2014 № 31412). СПС Консультант Плюс. URL: <https://www.consultant.ru> (дата обращения: 20.02.2023). Приказ Минэкономразвития России от 30.11.2015 № 894 «Об утверждении Методики оценки эффективности проекта государственно-частного партнерства, проекта муниципально-частного партнерства и определения их сравнительного преимущества» (зарегистрировано в Минюсте России 30.12.2015 № 40375). СПС Консультант Плюс. URL: <https://www.consultant.ru> (дата обращения: 20.02.2023).

⁵ Приказ ФСТ России от 27.12.2013 № 1746-э (ред. от 05.07.2022) «Об утверждении Методических указаний по расчету регулируемых тарифов в сфере водоснабжения и водоотведения» (зарегистрировано в Минюсте России 25.02.2014 № 31412). СПС Консультант Плюс. URL: <https://www.consultant.ru> (дата обращения: 20.02.2023).

капиталовложений в Российской Федерации»». СПС Консультант Плюс. URL: <https://www.consultant.ru> (дата обращения: 20.02.2023).

мых организаций обеспечивается за счет бюджетного субсидирования.

Однако для коммерческих организаций ИП считается экономически эффективным только при соблюдении следующего условия:

$$IRR > WACC, \quad (2)$$

где *IRR* — внутренняя норма доходности, характеризующая максимальную доходность ИП.

Таким образом сравнивается минимальная и максимально возможная доходность ИП, который считается эффективным, когда его доходность выше минимальной.

В рамках СЗПК реализация ИП заключается в создании объектов недвижимости (результатов интеллектуальной деятельности) и их последующей эксплуатации с целью получения прибыли (иного полезного эффекта). Поэтому для ОРП доходность ИП представляет собой отдачу в виде результатов операционной (текущей) деятельности на инвестированный в проект капитал. Обеспечение МДИП на уровне *WACC* для ОРП является экономически не выгодным.

Достаточно распространенным для обоснования ставки дисконтирования является кумулятивный метод [2–4]. Как отмечают А. Комзолов и др. [2], его преимуществом является возможность оценки конкретных рисков, что особенно важно в меняющихся условиях, а недостатком — экспертный подход к их оценке, что снижает объективность [2]. Следует отметить, что кумулятивный метод используется в России для расчета ставки дисконтирования для публично-партнера при реализации ГЧП-проектов⁶. Однако, как отмечают Н.В. Воронина и В.Г. Зарецкая, учет всех факторов риска значительно увеличивает размер ставки дисконтирования, что заведомо делает инвестиционные проекты неэффективными [5].

Другие методы расчета ставки дисконтирования являются менее распространенными. Например, А. Toilegazy предлагает использовать показатели *ROA* и *ROE*, считая, что они учитывают все риски, присущие отдельному виду деятельности, в отличие от *WACC*, который зависит от ставок на рынках капитала [8]. D. Chai и др. [9] предлагают использовать метод мультипликаторов (*P/E*), а ряд авторов — показатель *ROCE (ROIC)* [10]. Так, И.Я. Лукасевич [11], К. Arjunan [12–15] считают, что для коммерческих

инвестиционных проектов доходность инвестированного капитала должна превышать его стоимость (*ROIC > WACC*), поэтому этот показатель можно использовать в качестве ставки дисконтирования. Аналогичную позицию разделяют O.K.S. Emiola и др., рассматривая *ROIC* в качестве критерия обеспечения минимальной требуемой доходности при отборе проектов в портфель [16].

Следует отметить, что целью принятия ФЗ-69 является защита и поощрение именно инвестированного капитала, поскольку под капиталовложениями в рамках СЗПК понимаются вложенные в ИП на предынвестиционной и инвестиционной стадиях денежные средства ОРП, которые могут быть как собственными, так и заемными⁷. Поэтому наиболее обоснованным для определения минимальной доходности инвестиционного проекта в целях ФЗ-69 является показатель *ROIC*.

В качестве преимуществ показателя *ROIC* можно отметить следующее:

- отражает результаты основной (операционной) деятельности компании в чистом виде, в отличие от других аналитических инструментов (*ROE, ROA*)⁸;
- дает не только более точную меру доходности, но и позволяет сравнивать ее со стоимостью привлечения капитала (*WACC*) с целью оценки качества инвестиций фирмы [1];
- имеет отраслевую специфику. Реализуемые для осуществления операционной деятельности инвестиционные проекты можно в определенной степени рассматривать в качестве проектов-аналогов для организаций одной и той же отрасли/вида экономической деятельности (далее — ВЭД), поэтому показатель может характеризовать отраслевые уровни доходности инвестиционных проектов и рассматриваться в рамках СЗПК в качестве МДИП. В рамках СЗПК в качестве МДИП можно использовать medianное значение показателя *ROIC*, рассчитанное по каждому ВЭД.

В литературе можно выделить два подхода к расчету доходности инвестированного капитала в операционную деятельность компании:

- 1) на основе операционной прибыли, формулы (3), (4) [17], (5) [18]:

⁶ Приказ Минэкономразвития России от 30.11.2015 № 894 «Об утверждении Методики оценки эффективности проекта государственно-частного партнерства, проекта муниципально-частного партнерства и определения их сравнительного преимущества» (зарегистрировано в Минюсте России 30.12.2015 № 40375). СПС Консультант Плюс. URL: <https://www.consultant.ru> (дата обращения: 20.02.2023).

⁷ Федеральный закон от 28.06.2022 № 226-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон “О защите и поощрении капиталовложений в Российской Федерации”». СПС Консультант Плюс. URL: <https://www.consultant.ru> (дата обращения: 20.02.2023).

⁸ В *ROA* отсутствует необходимая соизмеримость между числителем и знаменателем, в *ROE* к основной деятельности примешивается структура финансирования.

$$ROIC = \frac{OI_t * (1 - T)}{BVofIC_{t-1}}, \quad (3)$$

$$ROIC = \frac{OI_t * (1 - T)}{ABVofIC}, \quad (4)$$

$$ROIC = \frac{NOPAT}{IC}, \quad (5)$$

где *ROIC* (Return on Invested Capital) — рентабельность инвестированного капитала; *OI_t* (Operating Income) — операционный доход за период *t*; *T* (tax rate) — ставка по налогу на прибыль организации; *BVofIC_{t-1}* (Book Value of Invested Capital) — балансовая стоимость инвестированного капитала; *ABVofIC* (Average Book Value of Invested Capital) — средняя величина балансовой стоимости инвестированного капитала; *NOPAT* (Net operating profit after taxes) — чистая операционная прибыль; *IC* (Invested Capital) — инвестированный капитал.

А. Дамодаран для инвестиционной оценки рассчитывает инвестированный капитал следующим образом, формула (6):

$$IC = BV_D + BV_{Eq} - Cash, \quad (6)$$

где *BV_D* (Book value of Debt) — балансовая стоимость долга; *BV_{Eq}* (Book value of Equity) — балансовая стоимость собственного капитала; *Cash* — денежные средства;

2) на основе операционного денежного потока, формулы (7) и (9) [17]:

$$CashROIC = \frac{OI_t * (1 - T) + D \& A}{GFA + Non - cashWC}, \quad (7)$$

$$GFA = NFA + AD, \quad (8)$$

где *CashROIC* (Cash on Invested Capital) — скорректированная рентабельность инвестированного капитала; *D & A* (Depreciation & Amortization) — текущие отчисления на амортизацию и износ; *GFA* (Gross Fixed Assets) — валовые основные средства; *Non - cashWC* (cash Working Capital) — наличный оборотный капитал; *NFA* (Net Fixed Assets) — чистые основные средства; *AD* (Accumulated Depreciation) — накопленная амортизация;

$$CFROI = \frac{OCF_t}{ABVofIC}, \quad (9)$$

где *CFROI* (Cash Flow Return on Investments) — денежный поток от инвестиций; *OCF_t* (Operating Cash Flow) — операционный денежный поток в периоде *t*.

При этом различия между формулами (7) и (9) заключаются в том, что в одном случае для расчета берутся инвестиции, в другом — инвестированный капитал.

АЛГОРИТМ РАСЧЕТА ПОКАЗАТЕЛЯ ROIC В КАЧЕСТВЕ МИНИМАЛЬНОЙ ДОХОДНОСТИ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПРОЕКТА

Алгоритм расчета показателя *ROIC* по данным бухгалтерского учета представлен на *рис. 1*.

В *табл. 1* представлены результаты расчета *ROIC* по ВЭД, в которых для реализации ИП могут заключаться СЗПК⁹ (*табл. 1*).

Состав организаций, включаемых в выборку, формировался по следующим критериям:

- компания не входит в реестр средних и малых предприятий;
- компания действующая, не находится в процессе реорганизации и ликвидации;
- бухгалтерская отчетность (РСБУ) доступна в полном объеме за период 2012–2021 гг.

В выборку вошли все российские организации, отвечающие заявленным критериям¹⁰.

Динамика показателя *ROIC*, имеющего минимальное и максимальное значение из рассмотренных ВЭД, представлена на *рис. 2* и *3*.

Обоснованность проведенных расчетов (соотношение между доходностью инвестированного капитала регулируемых и коммерческих организаций) подтверждается, в частности, утвержденными минимальными нормами доходности инвестированного капитала для расчета тарифов в сфере теплоснабжения на долгосрочный период регулирования¹¹, которая после перехода к регулированию тарифов составляет 9,27%.

⁹ Федеральный закон от 28.06.2022 № 226-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон “О защите и поощрении капиталовложений в Российской Федерации”». СПС Консультант Плюс. URL: <https://www.consultant.ru> (дата обращения: 20.02.2023).

¹⁰ Сервис проверки и анализа контрагентов Rusorofile. URL: <https://www.rusprofile.ru/about> (дата обращения: 12.03.2023).

¹¹ Постановление Правительства РФ от 29.12.2011 № 1178 (ред. от 01.09.2022) «О ценообразовании в области регулируемых цен (тарифов) в электроэнергетике» (вместе с «Основными ценообразования в области регулируемых цен (тарифов) в электроэнергетике», «Правилами государственного регулирования (пересмотра, применения) цен (тарифов) в электроэнергетике»). СПС Консультант Плюс. URL: <https://www.consultant.ru> (дата обращения: 20.02.2023).

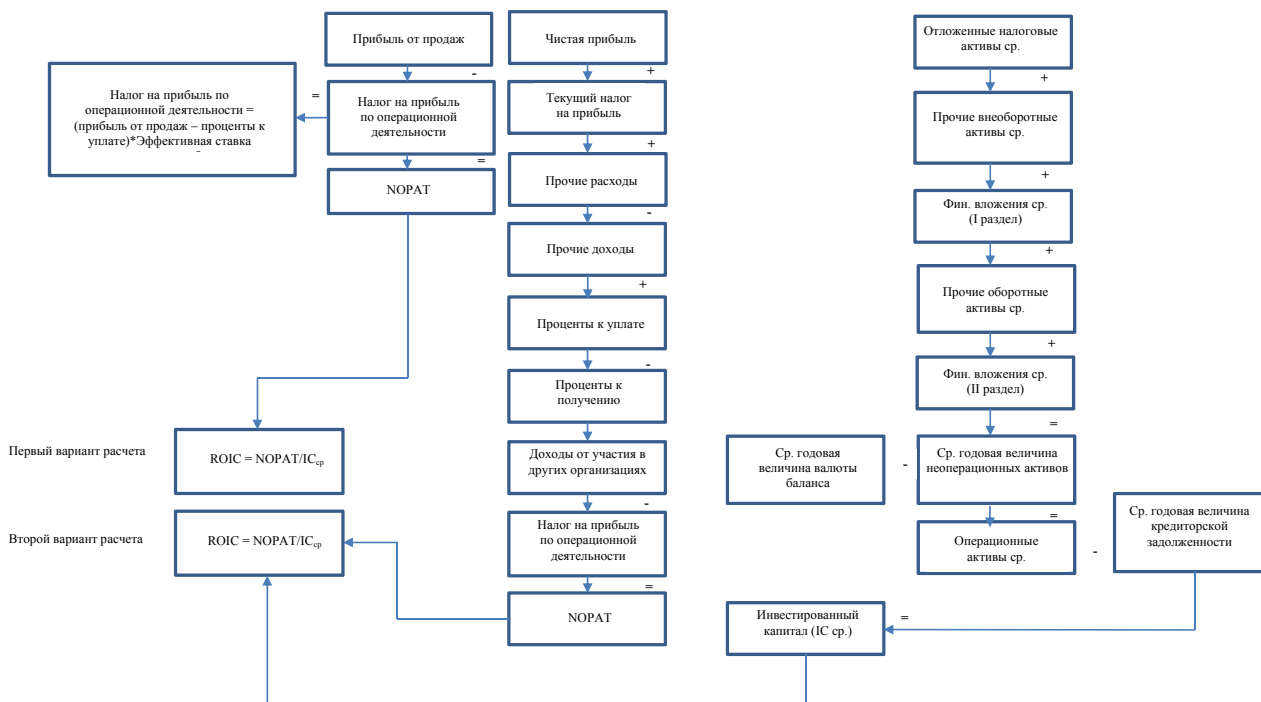


Рис. 1 / Fig. 1. Алгоритм расчета показателя ROIC по данным бухгалтерского учета / Algorithm for Calculating the ROIC Indicator According to Accounting Data

Источник / Source: составлено авторами / Compiled by the authors.

ОБСУЖДЕНИЕ МЕР ГОСПОДДЕРЖКИ В РАМКАХ СЗПК НА ОСНОВЕ ПОКАЗАТЕЛЯ ROIC

Все возможные меры господдержки ОРП при реализации ИП в рамках СЗПК представлены в табл. 2.

Исходя из того, что меры господдержки в ФЗ-69 направлены на защиту и поощрение капиталовложений для обеспечения необходимого уровня доходности, считаем, что применение всех мер господдержки ОРП, предусмотренных ФЗ-69, целесообразно только в следующем случае:

$$ROIC_{cp} \leq ROIC_{мед}, \quad (10)$$

где $ROIC_{cp}$ — среднегодовое значение ROIC на эксплуатационной стадии жизненного цикла ИП, реализуемого в рамках СЗПК; $ROIC_{мед}$ — медианное значение ROIC, рассчитанное по данному ВЭД.

В обратном случае, формула (11), следует, что ИП и так является коммерчески эффективным:

$$ROIC_{cp} \geq ROIC_{мед}. \quad (11)$$

Поэтому использование ОРП всех мер господдержки в рамках заключенного СЗПК, предусмотренных ФЗ-69, еще больше повысит ее конкурентоспособность, нарушая условия рыночной конкуренции в данном ВЭД.

Механизм использования показателя ROIC для применения мер господдержки при заключении СЗПК может быть следующим:

1. Определение показателя $ROIC_{мед}$ по ВЭД, в рамках которых реализация ИП может осуществляться с использованием СЗПК.

В настоящее время Росстат осуществляет расчет отдельных показателей деятельности организаций по ВЭД в разделе «Финансовые результаты и эффективность деятельности организаций» [в частности, рентабельность продукции (работ, услуг); рентабельность активов организаций и др.] по данным бухгалтерской отчетности с использованием Государственного информационного ресурса бухгалтерской отчетности ФНС России¹². Аналогичным образом ежегодно Росстат может рассчитывать показатель ROIC, который в большей степени, по сравнению с рассчитываемым показателем рентабельности активов организаций, характеризует отраслевую эффективность деятельности организаций. Таким образом в расчет ROIC войдут данные по всем организациям, функционирующим в отчетном году.

Расчет $ROIC_{мед}$ по ВЭД может осуществляться в государственной информационной системе «Капита-

¹² Российский статистический ежегодник. Стат. сб. Росстат. М.; 2022:342–345. URL: https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/Ejagodnik_2022.pdf (дата обращения: 26.03.2023).

Таблица 1 / Table 1

Данные ROIC по видам ВЭД / ROIC Data by Types of Economic Activity

№ п/п / No.	ОКВЭД / Russian Classifier	Количество организаций в выборке / Number of organizations in the sample	Объем наблюдений* / Volume of observations*	Медианное значение / Median value		
				НОПАТ, тыс. руб. / NOPAT thous. rubles	IC, тыс. руб. / IC thous. rubles	ROIC, %
1	ОКВЭД 17.1 «Производство целлюлозы, древесной массы, бумаги и картона»	39	390	258 698	1 100 153	18
2	ОКВЭД 20.15 «Производство удобрений и азотных соединений»	6	52	11 725 056	15 088 598	26
3	ОКВЭД 20.2 «Производство пестицидов и прочих агрохимических продуктов»	12	120	37 590	22 360	30
4	ОКВЭД 20.3 «Производство красок, лаков и аналогичных материалов для нанесения покрытий, полиграфических красок и мастик»	13	130	126 028	273 989	26
5	ОКВЭД 21.1 «Производство фармацевтических субстанций»	6	60	61 163	384 215	21
6	ОКВЭД 21.2 «Производство лекарственных препаратов и материалов, применяемых в медицинских целях»	15	150	410 990	1 146 116	40
7	ОКВЭД 61 «Деятельность в сфере телекоммуникаций» (дочерние компании)	26	291	69 156	598 881	16
8	ОКВЭД 61 «Деятельность в сфере телекоммуникаций» (материнские компании)	5		40 153 963	183 623 404	23
9	ОКВЭД 62 «Разработка компьютерного программного обеспечения, консультационные услуги в области телекоммуникаций и другие сопутствующие услуги»	11	88	22 483	41 974	12

Источник / Source: расчеты авторов / Author's calculations.

Примечание / Note: * количество единиц показателя ROIC, участвующих в расчете медианного значения / * Number of ROIC indicators included in the median calculation.

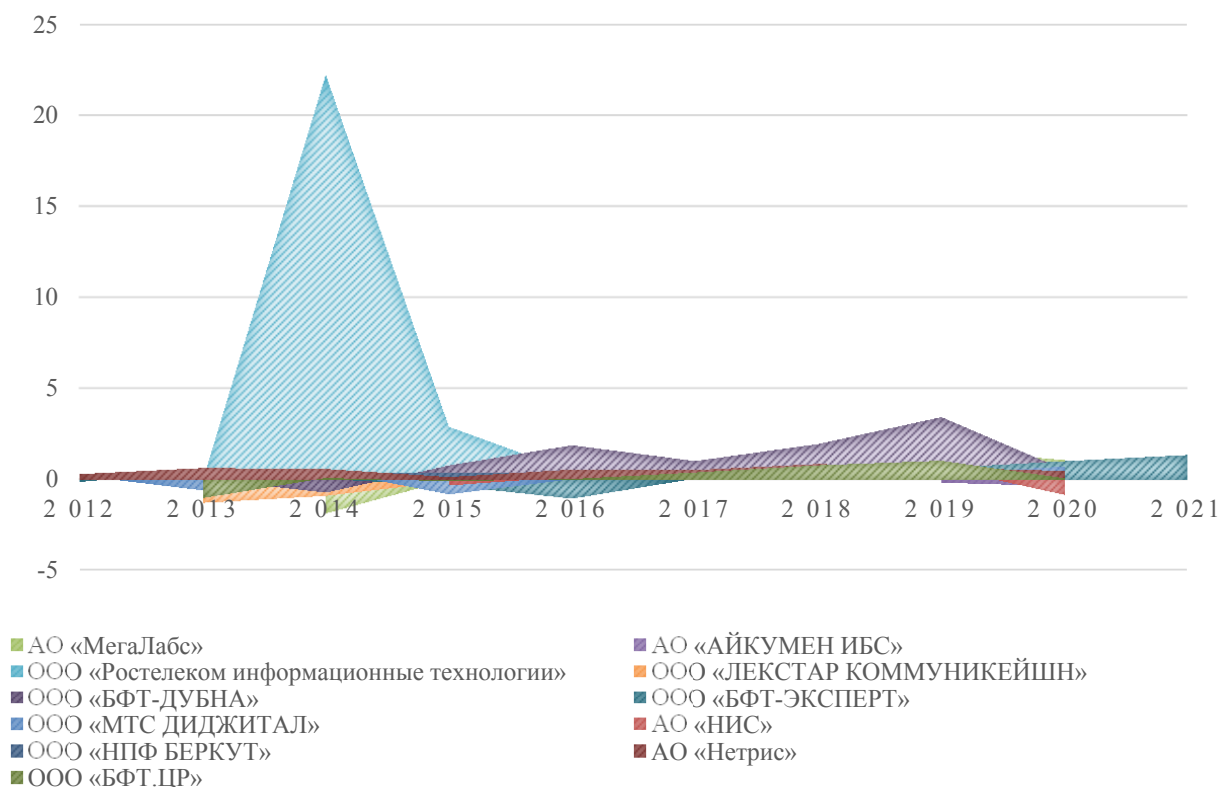


Рис. 2 / Fig. 2. Динамика показателя *ROIC* по компаниям, входящим в ОКВЭД 62 (62.01 и 62.02) / Dynamics of the *ROIC* Indicator for Companies Included in Russian Classifier of Types of Economic Activity, Code 62 (62.01 and 62.02)

Источник / Source: расчеты авторов / Author's calculations.

ловложения»¹³ (далее — ГИС-Капиталовложения) на основе данных Росстата и быть доступным для использования всеми участниками СЗПК.

2. Расчет ОРП показателя $ROIC_{cp}$ на дату заключения СЗПК.

Создаваемая в целях информационного обеспечения процессов поддержки ИП в рамках ФЗ-69 ГИС-Капиталовложения предполагает внесение информации о реализуемом ИП¹⁴, в частности бизнес-план, финансовая модель ИП. Для формирования данных по определению показателя $ROIC_{cp}$ в ГИС-Капиталовложения следует интегрировать данные прогнозной бухгалтерской (финансовой) отчетности по планируемому к реализации

ИП, которые, как правило, входят в состав финансового раздела бизнес-плана ИП. Таким образом, на дату заключения СЗПК будет рассчитано прогнозное значение $ROIC_{cp}$ по ИП.

3. Определение в СЗПК мер поддержки ОРП в соответствии с рассчитанным показателем $ROIC_{cp}$.

В случае, когда соотношение между прогнозным значением $ROIC_{cp}$ по ИП и $ROIC_{мед}$ по соответствующему ВЭД соответствует формуле (10), ОРП при заключении СЗПК могут быть предоставлены все меры господдержки, предусмотренные ФЗ-69.

Если соотношение между прогнозным значением $ROIC_{cp}$ по ИП и $ROIC_{мед}$ по соответствующему ВЭД соответствует формуле (11), в этом случае ОРП при заключении СЗПК экономически обосновано предоставить только те меры господдержки, которые осуществляются в рамках инвестиционной деятельности ОРП, связанной с реализацией ИП (табл. 2).

Следует отметить, что российским законодательством больше всего мер господдержки ИП предусмотрено для специальных инвестиционных контрактов (далее — СПИК), СЗПК и концессионных соглашений.

¹³ Федеральный закон от 28.06.2022 № 226-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон “О защите и поощрении капиталовложений в Российской Федерации”». СПС Консультант Плюс. URL: <https://www.consultant.ru> (дата обращения: 20.02.2023).

¹⁴ Федеральный закон от 28.06.2022 № 226-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон “О защите и поощрении капиталовложений в Российской Федерации”». СПС Консультант Плюс. URL: <https://www.consultant.ru> (дата обращения: 20.02.2023).

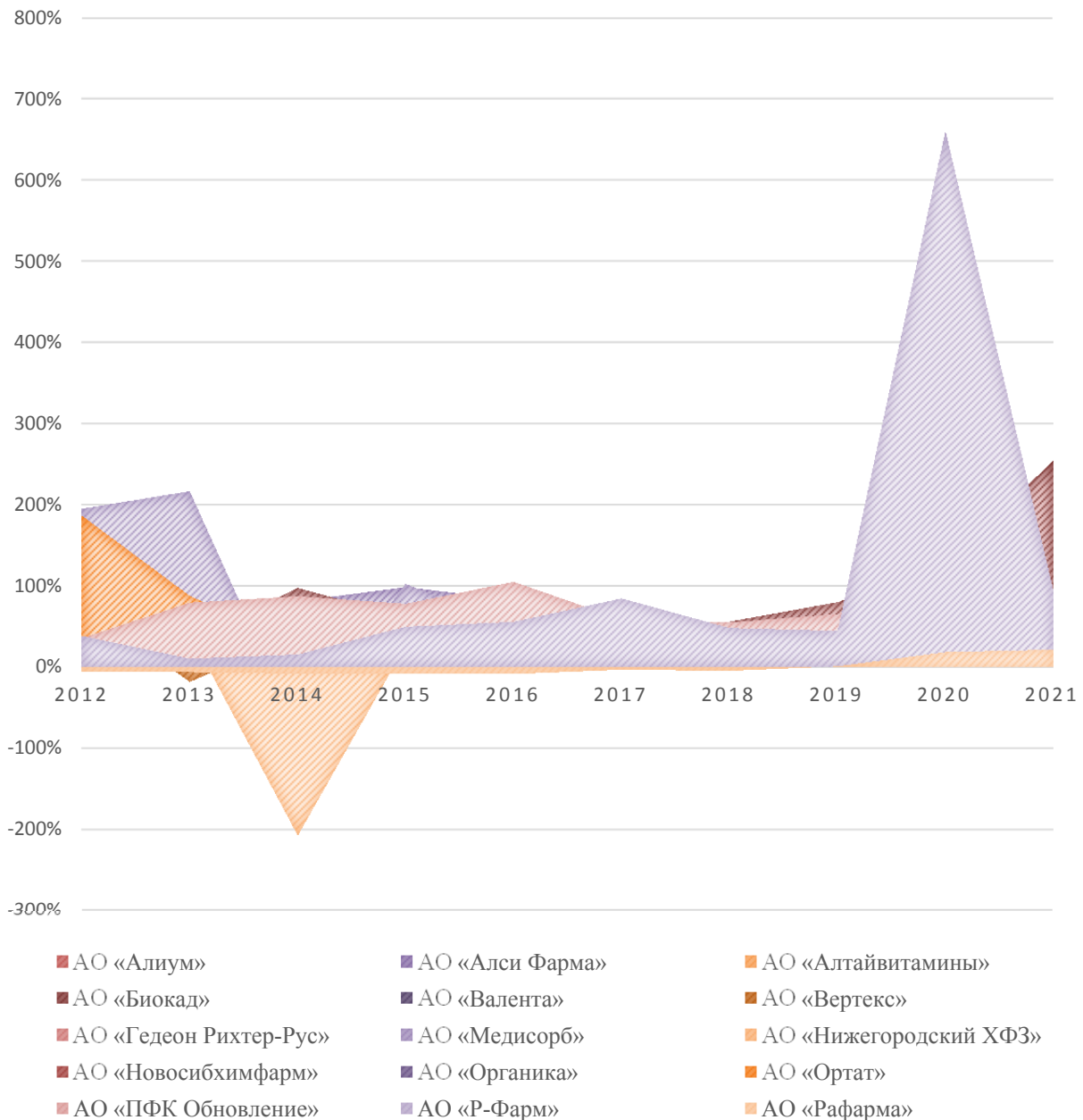


Рис. 3 / Fig. 3. Динамика показателя *ROIC* по компаниям, входящим в ОКВЭД 21.2 / Dynamics of the *ROIC* Indicator For Companies Included in Russian Classifier of Types of Economic Activity, Code 21.2

Источник / Source: расчеты авторов / Author's calculations.

Поскольку СПИК и СЗПК решают практически аналогичные задачи, представляется целесообразным в качестве дополнительных мер господдержки для обеспечения МДИП, реализуемого в рамках СЗПК, использовать меры господдержки, применяемые в СПИК (этот механизм уже показал свою эффективность). В первую очередь это должны быть косвенные меры финансового характера, а именно:

1) установление пониженных налоговых ставок, налоговых льгот и иных преференций (включая

особый порядок и сроки уплаты, порядок исчисления налогов) по следующим видам налогов: налогу на прибыль организации, налогу на имущество организаций, транспортному и земельному налогам;

2) ускоренная амортизация основных средств для исчисления налога на прибыль организации, которая применяется к объектам, произведенным в рамках СПИК и относящимся к первой — седьмой амортизационным группам;

Меры господдержки ОРП в рамках СЗПК / State Support Measures for the Organization Implementing the Project under the Agreement on the Protection and Support of Capital Investments

№ п/п / No.	Государственная поддержка ОРП / State Support of the OIP			
	Мера / Measure	Срок / Period	Предельный объем / Maximum volume	Вид деятельности в рамках реализации ИП / Type of activity within the implementation of the IP
1	Применение стабилизационной оговорки в следующих областях законодательства			
1.1	Таможенное	В течение срока СЗПК	Не ограничен	Операционная
1.2	Бюджетное	В течение срока СЗПК, равному сроку предоставления меры государственной поддержки		Инвестиционная
1.3.	Земельное	В течение 3-х лет со дня вступления в силу в период действия СЗПК		Инвестиционная, операционная
1.4	Градостроительное			Инвестиционная
1.5	Экологическое			Операционная
1.6	Лесопользование			Операционная
2	Возмещение затрат в соответствии с бюджетным законодательством	В течение 5 лет по обеспечивающей инфраструктуре и ИП, 10 лет – по сопутствующей инфраструктуре		100% по сопутствующей, 50% – по обеспечивающей инфраструктуре и ИП, но не более размера обязательных платежей ОРП, связанных с реализацией ИП
3	Возмещение реального ущерба ОРП со стороны ППО	Не ранее года, следующего за годом принятия решения о возмещении		Операционная
4	Бюджетные инвестиции	Статья 80 Бюджетного кодекса		
5	Государственные гарантии	Статья 115.2 Бюджетного кодекса, Федеральный закон о федеральном бюджете на очередной финансовый год (очередной финансовый год и плановый период), решение Правительства РФ и договор о предоставлении государственной гарантии России		
6	Особенности применения налогового законодательства	В течение срока СЗПК, но не более максимально допустимого срока стабилизационной оговорки	Не ограничен	Инвестиционная, операционная

Источник / Source: составлено авторами / Compiled by the authors.

3) использование частным партнером налогового вычета¹⁵ независимо от того, кто является публичным партнером, что и было изначально предусмотрено в ФЗ-69. В настоящее время это возможно, если стороной СЗПК является Российская Федерация. Для ОРП эта форма возмещения была бы более целесообразной и про-

зрачной при ведении налогового мониторинга в рамках СЗПК.

ВЫВОДЫ

Проведенное исследование позволяет сделать следующие выводы:

1. На основе анализа различных подходов к выбору ставки дисконтирования, отражающей минимальный уровень доходности ИП, для ОРП (коммерческих организаций, реализующих ИП в рамках СЗПК), предложено использовать показатель *ROIC*. Показаны его преимущества по срав-

¹⁵ Представляет собой сумму, на которую уменьшается налоговый платеж в бюджет, в данном случае является альтернативой субсидированию затрат в соответствии с бюджетным законодательством.

нению с другими показателями (отражает результат основной деятельности, учитывает отраслевой характер, оценивает качество инвестиций). В качестве МДИП предложено использовать медианное значение показателя *ROIC* по виду экономической деятельности.

2. Предложен механизм расчета *ROIC* и его использования для определения мер господдержки в рамках СЗПК, включающий: алгоритм расчета показателя *ROIC*; определение медианного значения *ROIC* по ВЭД в качестве МДИП; расчет *ROIC* по ИП; определение мер господдержки по их соотношению (*ROIC* по ВЭД и *ROIC* по ИП). Апробация расчета медианного значения *ROIC* на примере

девяти ВЭД показала достоверность полученных результатов, которые согласуются с опубликованными данными доходности инвестированного капитала для регулируемых видов деятельности.

3. В качестве дополнительных мер господдержки в рамках СЗПК предложено предоставить возможность ОРП применять налоговый вычет независимо от статуса публичного партнера, а также использовать успешно зарекомендовавшие при реализации СПИК налоговые преференции (пониженные налоговые ставки, налоговые льготы, налоговые вычеты) и ускоренную амортизацию объектов основных средств для исчисления налога на прибыль организации.

БЛАГОДАРНОСТИ

Статья подготовлена по результатам исследований за счет бюджетных средств по государственному заданию Финансового университета на 2022 г. (ВТК-ГЗ-ПИ-16-22). Финансовый университет, Москва, Россия.

ACKNOWLEDGEMENTS

The article was prepared based on the results of research at the expense of budgetary funds under the state assignment to the Financial University for 2022 (VTK-GZ-PI-16-22). Financial University, Moscow, Russia.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ / REFERENCES

1. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов. Пер. с англ. М.: Альпина Паблицер; 2014. 1315 с.
Damodaran A. Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset. New York, NY: John Wiley & Sons, Inc.; 2001. 992 p. (Russ. ed.: Damodaran A. Investitsionnaya otsenka: instrumenty i metody otsenki lyubykh aktivov. Moscow: Alpina Publisher; 2014. 1315 p.).
2. Komzolov A., Kirichenko T., Kirichenko O., Nazarova Y., Shcherbakova N. The problem of determining discount rate for integrated investment projects in the oil and gas industry. *Mathematics*. 2021;9(24):3327. DOI: 10.3390/math9243327
3. Кузина С.В., Кузин П.К. Обоснование выбора ставки дисконта в инвестиционном анализе. *Вестник Тверского государственного университета. Серия: Экономика и управление*. 2021;(3):21–28. DOI: 10.26456/2219-1453/2021.3.021-028
Kuzina S.V., Kuzin P.K. Justification for choosing the discount rate in investment analysis. *Vestnik Tverskogo gosudarstvennogo universiteta. Seriya: Ekonomika i upravlenie = Herald of Tver State University. Series: Economics and Management*. 2021;(3):21–28. (In Russ.). DOI: 10.26456/2219-1453/2021.3.021-028
4. Кузина С.В. Формирование механизма привлечения инвестиций в условиях становления рыночных отношений: на примере промышленного сектора экономики Тверской области. Дис. ... канд. экон. наук. Тверь: ТьГУ; 2002. 220 с.
Kuzina S.V. Formation of the mechanism for attracting investments in the conditions of the formation of market relations: On the example of the industrial sector of the economy of the Tver region. Cand. econ. sci. diss. Tver: Tver State University; 2002. 220 p. (In Russ.).
5. Voronina N.V., Zaretskaya V.G. Problems justifying the discount rate in emerging capital markets. *IOP Conference Series: Materials Science and Engineering*. 2019;698(7):077033. DOI: 10.1088/1757-899X/698/7/077033
6. Jagannathan R., Matsa D.A., Meier I., Tarhan V. Why do firms use high discount rates? *Journal of Financial Economics*. 2016;120(3):445–463. DOI: 10.1016/j.jfineco.2016.01.012
7. Jacobs M., Shivdasani A. Do you know your cost of capital? *Harvard Business Review*. 2012;90(7):118–124.
8. Toleugazy A. Analysis of discounted cash flow method and its application in modern conditions. *Economics*. 2015;(1):70–76. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/analysis-of-discounted-cash-flow-method-and-its-application-in-modern-conditions>
9. Chai D., Chiah M., Zhong A. Choosing factors: Australian evidence. *Pacific-Basin Finance Journal*. 2019;58:101223. DOI: 10.1016/j.pacfin.2019.101223

10. Graham J. CFO Survey — March 2011. Duke/CFO Magazine Global Business Outlook. 2011. URL: https://archive.org/details/podcast_dukecfo-magazine-global-busin_cfo-survey-march-2011_1000092787378 (дата обращения: 25.03.2023).
11. Лукасевич И.Я. Применение показателей добавленной стоимости при оценке инвестиционных проектов. *Экономика. Налоги. Право*. 2013;(3):72–79.
Lukasevich I. Ya. The use of added value metrics in the investment project assessment. *Ekonomika. Nalogi. Pravo = Economics, Taxes & Law*. 2013;(3):72–79. (In Russ.).
12. Arjunan K. A new method to estimate NPV and IRR from the capital amortization schedule and the advantages of the new method. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*. 2022;16(6):23–44. DOI: 10.14453/aabfj.v16i6.03
13. Arjunan K. C. A new method to estimate NPV and IRR from the capital amortization schedule and an insight into why NPV is not the appropriate criterion for capital investment decision. *SSRN Electronic Journal*. 2017. DOI: 10.2139/ssrn.2899648
14. Arjunan K. C. IRR performs better than NPV: A critical analysis of cases of multiple IRR and mutually exclusive and independent investments (Revised version 27 Aug. 2017). *SSRN Electronic Journal*. 2017. DOI: 10.2139/ssrn.2913905
15. Arjunan K. C. Validity of NPV rule and IRR criterion for capital budgeting and CBA. *SSRN Electronic Journal*. 2019. DOI: 10.2139/ssrn.3505058
16. Emiola O.K.S., Adeoye A.O. Return on invested capital as a determinant for future investment (a case study of three subsidiaries of Dangote Group). *International Journal of Advanced Research in Computer Science*. 2014;5(8):54–57. URL: https://www.researchgate.net/publication/349340017_Return_on_Invested_Capital_as_a_Determinant_for_Future_Investment_a_Case_Study_of_Three_Subsidiaries_of_Dangote_Group
17. Damodaran A. Return on capital (ROC), return on invested capital (ROIC) and return on equity (ROE): Measurement and implications. 2017. URL: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/returnmeasures.pdf> (дата обращения: 23.12.2022).
18. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. Пер. с англ. М.: Олимп-Бизнес; 2008. 576 с.
Copeland T., Koller T., Murrin J. Valuation: Measuring and managing the value of companies. New York, NY: John Wiley & Sons, Inc.; 1990. 512 p. (Russ. ed.: Copeland T., Koller T., Murrin J. Stoimost' kompanii: otsenka i upravlenie. Moscow: Olymp-Business; 2008. 576 p.).

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРАХ / ABOUT THE AUTHORS



Елена Борисовна Тютюкина — доктор экономических наук, профессор департамента корпоративных финансов и корпоративного управления, Финансовый университет, Москва, Россия

Elena B. Tyutyukina — Dr. Sci. (Econ.), Prof., Department of Corporate Finance and Corporate Governance, Financial University, Moscow, Russia
<http://orcid.org/0000-0001-5195-7230>
EVTyutyukina@fa.ru



Дарья Алексеевна Егорова — кандидат экономических наук, доцент департамента корпоративных финансов и корпоративного управления, Финансовый университет, Москва, Россия

Daria A. Egorova — Cand. Sci. (Econ.), Assoc. Prof., Department of Corporate Finance and Corporate Governance, Financial University, Moscow, Russia
<https://orcid.org/0000-0002-7981-2583>
Автор для корреспонденции / Corresponding author:
DAEgorova@fa.ru

Конфликт интересов: авторы заявляют об отсутствии конфликта интересов.
Conflicts of Interest Statement: The authors have no conflicts of interest to declare.

Статья поступила в редакцию 12.03.2023; после рецензирования 27.04.2023; принята к публикации 26.05.2023.
Авторы прочитали и одобрили окончательный вариант рукописи.
The article was submitted on 12.03.2023; revised on 27.04.2023 and accepted for publication on 26.05.2023.
The authors read and approved the final version of the manuscript.