

УДК 338.24

DOI: 10.18413/2409-1634-2026-12-2-0-2

Восканян М.А.

**ВОЗМОЖНЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ ФИНАНСИРОВАНИЯ
ПРОЕКТОВ В РАМКАХ ГОСУДАРСТВЕННО-
ЧАСТНОГО ПАРТНЕРСТВА: СЛУЧАЙ АРМЕНИИ**

Российско-армянский университет,
Республика Армения, 0051, г. Ереван, ул. Эмина, 123

e-mail: mariam.voskanyan@rau.am

ORCID: 0000-0002-5417-6648

Аннотация

Актуальность. В условиях развивающихся стран, одним из наиболее эффективных способов развития инфраструктуры считается проектное финансирование в рамках государственно-частного партнерства (ГЧП). Именно государственно-частное финансирование позволяет реализовывать достаточно дорогостоящие проекты, имеющие национальное значения с точки зрения обеспечения устойчивого экономического роста в долгосрочной перспективе. В этой связи, Армения, как малая открытая экономика, также нуждается в развитии инфраструктуры, как транспортной, так и социальной, а ГЧП проекты могут стать серьезным локомотивом в развитии этих сегментов экономики. Все это в совокупности и обуславливает актуальность выбранного исследования. Данная статья посвящена анализу и оценке ключевых инструментов финансирования проектов государственно-частного партнерства в Армении. Результатом исследования стал вывод о том, что несмотря на мало развитое государственно-частное партнерство в Армении, финансовая система страны позволяет привлекать частное финансирование в такого рода проекты.

Цель исследования. Целью исследования стал анализ возможных источников финансирования ГЧП проектам в рамках экономики Армении.

Данные и методы. Анализ основан на обзоре статистических данных, характеризующих финансовую систему Армении с точки зрения возможности участия в финансировании ГЧП проектов. В ходе анализа были институты финансового посредничества в Армении с точки зрения возможных источников финансирования ГЧП проектов.

Полученные результаты. Результатом исследования стал вывод о том, что на современном этапе развития, финансовая система Армении обладает определенным потенциалом, способным инвестировать в ГЧП проекты.

Вывод. Основным выводом исследования стал тезис о необходимости стимулирования инвестиций в ГЧП проекты, как хороших инструментов для развития транспортной и социальной инфраструктуры в Армении.

Ключевые слова: государственно-частное партнерство, ГЧП, частный партнер, финансовая система, источники финансирования

Информация для цитирования: Восканян М.А. Возможные инструменты финансирования проектов в рамках государственно-частного партнерства: случай Армении. 2026. Т. 12. № 2. С. 16-27. DOI: 10.18413/2409-1634-2026-12-2-0-2

Mariam A. Voskanyan

**POTENTIAL PROJECT FINANCING INSTRUMENTS
WITHIN PUBLIC-PRIVATE PARTNERSHIPS:
THE CASE OF ARMENIA**

Russian-Armenian University,
123 O. Emin St., Yerevan, 0051, Armenia

e-mail: mariam.voskanyan@rau.am

ORCID: 0000-0002-5417-6648

Abstract

Relevance. In developing countries, project financing through public-private partnerships (PPP) is considered one of the most effective methods of infrastructure development. Public-private financing enables the implementation of relatively expensive projects of national significance in terms of ensuring sustainable economic growth over the long term. Therefore, Armenia, as a small, open economy, also needs infrastructure development, both transport and social, and PPP projects can become a significant driver of development in these economic sectors. All of this, taken together, determines the relevance of the selected study. This article analyzes and evaluates key financing instruments for public-private partnership projects in Armenia. The study concludes that, despite the underdeveloped public-private partnership system in Armenia, the country's financial system allows for attracting private financing for such projects.

Study Objective. The study aimed to analyze possible sources of financing for PPP projects within the Armenian economy.

Data and Methods. The analysis is based on a review of statistical data characterizing Armenia's financial system in terms of its potential for participation in PPP project financing. The analysis examined financial intermediation institutions in Armenia in terms of potential sources of financing for PPP projects.

Results. The study concluded that, at the current stage of development, Armenia's financial system possesses a certain potential for investing in PPP projects.

Conclusion. The main conclusion of the study is the need to stimulate investment in PPP projects as an effective tool for developing Armenia's transport and social infrastructure.

Key words: public-private partnership; PPP; private partner; financial system; sources of financing

Information for citation: Voskanyan M.A. "Potential project financing instruments within public-private partnerships: the case of Armenia", *Research Result. Economic Research*, 12(2), 16-27, DOI: 10.18413/2409-1634-2026-12-2-0-2

Введение: постановка проблемы

Государственно частное партнерство (далее ГЧП) традиционно считается эффективным способом финансирования различных инфраструктурных проектов, имеющих стратегическое значение для развития государства [Cui S. et al., 2018]. При этом, такой механизм позволяет не только осуществлять важные национальные проекты, но также и привлекать частные

инвестиции и частных партнеров к решению долгосрочных задач национального значения [Richard W., 2008]. Вместе с тем, следует понимать, что в развивающихся странах значимость развития ГЧП проектов носит более весомый характер, поскольку в таких странах государственные бюджеты бывают достаточно ограничены в возможностях, а инфраструктурное развитие, как правило, находится лишь на

стадии становления [Atmo G., Duffield C., 2014].

В научной литературе и практике различных стран существует определенные вариации возможных инструментов финансирования проект ГЧП [Delmon J., 2017]. В первую очередь, безусловно рассматривается собственный капитал, как источник финансирования проектов ГЧП. Однако, по очевидным причинам, такой источник не может быть достаточным для реализации крупных проектов, тогда как ГЧП проекты представляют собой именно крупные инфраструктурные проекты (дороги, аэропорты, железнодорожные вокзалы и тд.). Вместе с тем, использование собственного капитала подразумевает хорошо развитый рынок капитала [Rao V., 2020].

Наряду с собственным капиталом, одним из наиболее распространенных способов привлечения капитала в ГЧП проекты считается заемный капитал. Часто в ГЧП проектах используются заемные средства, как правило, в сочетании с собственным капиталом. Причем соотношение заемного и собственного капитала зависит от специфики конкретного проекта [Akintoye A., Beck M., 2009]. На практике, заемные средства составляют значительную часть инвестиций в ГЧП проекты (обычно 70-90%) [Economic and Social Commission ...], однако в некоторых проектах ГЧП заемное финансирование достигает 100% [Daube D., Vollrath S., Alfen H.W., 2008]. Источником такого заемного капитала выступает ли банковская система страны [Liu J. et al., 2014; Man P., Jurčiková M., 2015], либо международные финансовые организации [Mogyorósy E., 2019].

Облигации также часто выступают источником финансирования ГЧП проектов, особенно в условиях хорошо развитого фондового рынка [Deloitte, 2015; Pu Ming Shu et al., 2016].

Наконец, в случае слабого развития фондового рынка, а также слабой заинтересованности банковской системы в

финансировании ГЧП проектов, как альтернатива рассматривается возможность развития инфраструктурных облигаций [Sidorenko E.N., Semiglazova V.A., 2020]. В частности, Калинин Н.В., Медведева Т.В., Ромицына Г.А. [Kalinin N.V., Medvedeva T.V., Romitsyna G.A., 2017], Хулукшинов Д.Е. [Khulukshinov D.E., Savenkova E.V., 2018] рассматривают проблематику внедрения инфраструктурных облигаций и других платежных инструментов в российскую практику реализации проектов государственно-частного партнерства в социальном секторе.

Результаты

В условиях формирующихся рынков, одним из ключевых препятствий для интенсивного развития можно считать серьезные пробелы в инфраструктурном фонде экономики. Эффективная и быстро развивающаяся инфраструктура во многом является залогом успеха с точки зрения развития потенциала многих сегментов экономики (производство, промышленность, сфера туризма, энергетика, экспорт и многие другие сектора экономики).

Вместе с тем, инфраструктурные проекты требуют значительных вливаний капитала, которыми, как правило развивающиеся рынки и в частности государственные бюджеты таких стран, не обладают. В такой ситуации хорошим решением можно считать привлечение частных инвестиций посредством проектов государственно-частного партнерства.

Итак, наиболее распространенным инструментом реализации проектов ГЧП считается проектное финансирование. Основные виды источников финансирования проектов ГЧП со стороны частного партнера представлены на рисунке 1. Согласно армянскому законодательству, такими источниками могут стать собственные средства, в том числе и акции, размещенные на первичном рынке; различные долговые и лизинговые инструменты; кредиты со стороны банковской системы.



Рис. 1. Инструменты финансирования ГЧП
 Fig. 1. PPP financing instruments

Источник: составлено автором.

Как известно, все перечисленные источники генерируются посредством финансовой системы. Финансовая система Армении сконцентрирована в основном вокруг банковского сектора, которая в свою очередь занимает больше 95% от активов всех институтов финансового посредничества в стране (см. рис. 2). С

другой стороны, рынок капитала в Армении развит очень слабо и составляет чуть больше одного процента от ВВП. При этом, большей частью, фондовый рынок представлен долговым рынком, тогда как первичный рынок размещения ценных бумаг по линии акций можно сказать не развит вовсе.

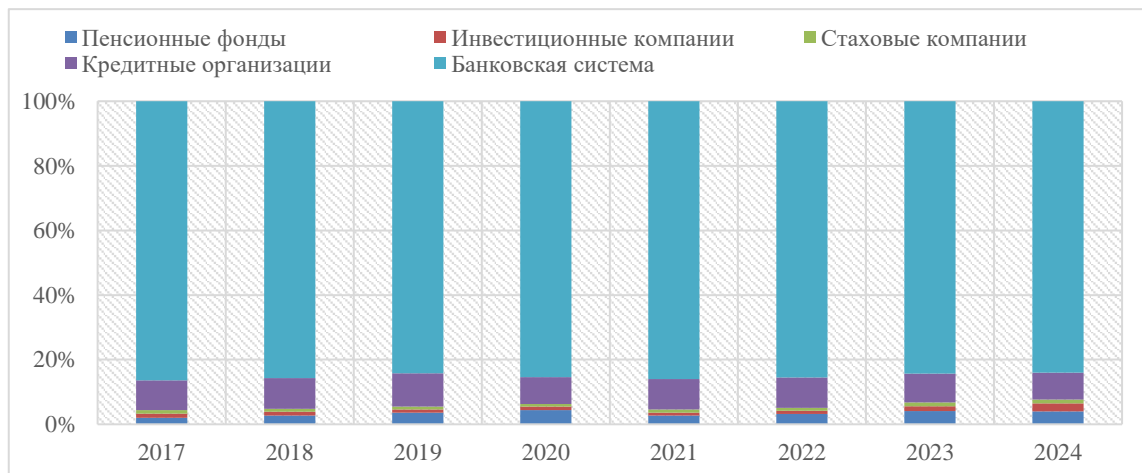


Рис. 2. Активы финансовых организаций Армении (в % от общих активов)
 Fig. 2. Assets of financial institutions of Armenia (% of total assets)

Источник: Составлено автором на основе базы данных Центрального Банка. Режим доступа: <https://cba.am>

Рассмотрим подробнее возможные источники финансирования проектов ГЧП в Армении.

Собственные средства. С точки зрения источников финансирования в

развитии ГЧП проектов, собственные средства играют заметную роль. При этом, привлечение собственных средств в ГЧП проекты позиционирует финансовую устойчивость проектов, а также, в

определенной степени сокращает зависимость от заемного капитала, что повышает привлекательность таких проектов для возможных инвесторов.

Источником собственных средств считается акционерный капитал, который в

свою очередь размещается на фондовом рынке. В этом смысле, развитый рынок капитала является некоторым залогом успеха развития ГЧП проектов и считается наилучшим путем вложений в такого рода проекты.

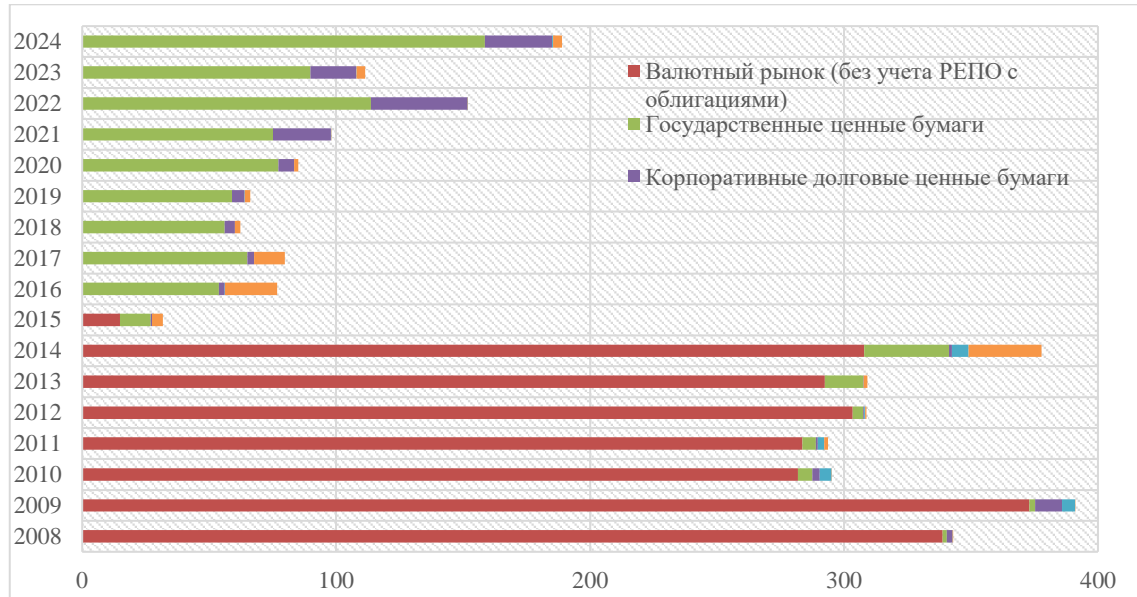


Рис. 3. Структура сделок на Армянской фондовой бирже
Fig. 3. Structure of transactions on the Armenian Stock Exchange

Источник: Составлено автором на основе базы данных Евразийской экономической комиссии. Режим доступа: <https://eec.eaeunion.org/>

Однако, как было сказано выше, рынок капитала Армении не развит и в этом смысле не может стать источником привлечения финансирования в ГЧП проекты. Как можно увидеть на рис. 3, структура торгов на Армянской Фондовой бирже Армении до 2014 года в основном представлена валютным рынком, а после этого периода – рынком государственных облигаций. Сокращение валютного рынка в основном связано с переходом валютных операций на внебиржевой рынок, а активной развитие рынка государственных ценных бумаг внедрением накопительной пенсионной системы, в рамках которой пенсионные фонды по закону обязаны вкладывать 40% пенсионных накоплений в государственные облигации Армении.

Вместе с тем, доля рынка ценных бумаг в Армении занимает меньше 2% от всех

торгов на Армянской фондовой бирже, что, конечно, нельзя считать достаточным для финансирования проектов ГЧП по линии частных инвесторов. В целом, это можно считать комплексной проблемой, поскольку инвестиции в основной капитал в Армении также находятся на достаточно низком уровне и занимают около 7% от ВВП, что значительно ниже, чем в среднем по миру или в странах ЕАЭС.

Заемные средства. Достаточно распространенным источников финансирования проектов государственно-частного партнерства являются заемные средства, которые позволяют обеспечить необходимый капитал для реализации крупных инфраструктурных и социальных проектов. В свою очередь, источников заемных средств являются банковские кредиты, облигации, международные

финансовые организации, кредитные линии от инвестиционных фондов, а также синдицированные кредиты. Заемный капитал можно стать единственным источником финансирования проектов ГЧП, или использоваться в сочетании с наличием собственного капитала, грантов, или других источников финансирования. Характер и условия реализации проекта ГЧП определяют выбор того или иного источника финансирования.

Банковские кредиты. Банковские кредиты считаются наиболее распространенным источником привлечения средств в ГЧП проекты. Банковская система Армении последние годы достаточно активно развивается. Если в начале 2000-х годов уровень активов банковской системы страны занимал около 23% от ВВП, то к концу 2024 года этот показатель составил уже выше 107%. Половина активов банковской системы Армении вложены в кредиты. Вместе с тем, кредитные вложения

банковской системы в основном носят среднесрочный характер, что является проблемой для привлечения банковских кредитов ГЧП проекты.

Долгосрочное кредитование требует наличия долгосрочных обязательств в банковской системе страны, что в случае Армении, является существенной проблемой. Большая часть депозитов в банковской системе страны представлена краткосрочным или среднесрочными вложениями. В структуре депозитов также заложен высокий валютный риск, поскольку половина вложений находится в иностранной валюте. Однако, с учетом объемов, аккумулированных в банковской системе, в случае соответствующей государственной поддержке, активы крупных банков Армении могут стать перспективным источником финансирования проектов ГЧП в различных отраслях экономики.

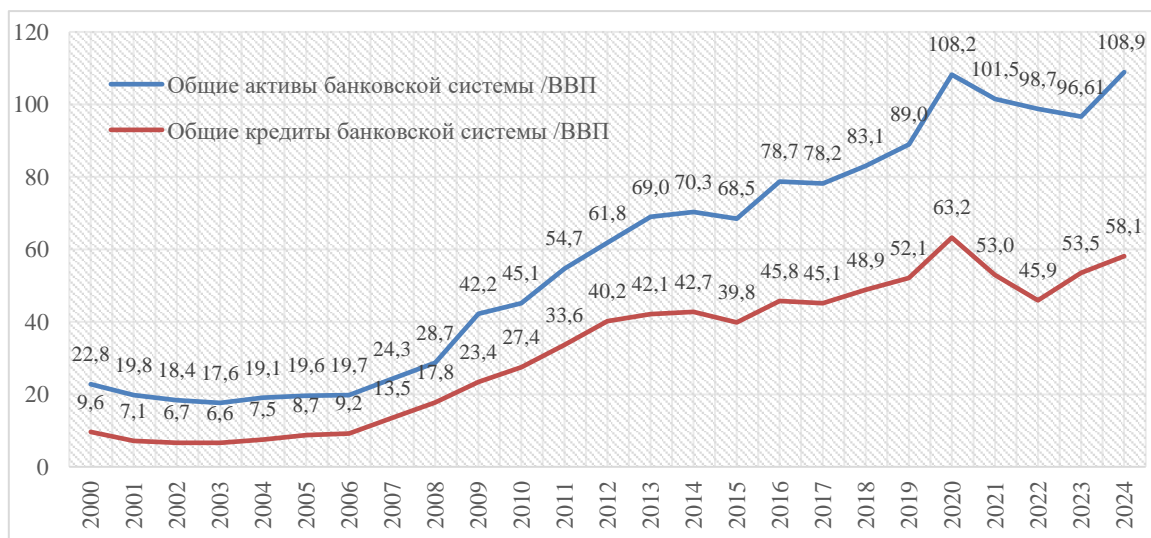


Рис. 4. Активы и кредиты банковской системы Армении, % от ВВП

Fig. 4. Assets and loans of the banking system of Armenia, % of GDP

Источник: Составлено автором на основе базы данных Центрального Банка. Режим доступа: <https://cba.am>

Однако, с точки зрения финансирования проектов ГЧП, в первую очередь, необходимо долгосрочное финансирование. В этом смысле, банковская система Армении характеризуется

существенной проблемой. Во-первых, по части депозитов, несмотря на существенный рост объемов вложений со стороны как физических, так и юридических лиц в банки Армении, большая часть депозитов носит

краткосрочный или среднесрочный характер, что обуславливает невозможность долгосрочного кредитования со стороны банковской системе, по крайней мере, не в больших объемах. Тем не менее, в случае соответствующей поддержки со стороны государства, банковская система Армении однозначно обладает достаточным потенциалом для финансирования будущих проектов ГЧП.

Облигации. Рынок долговых обязательств в Армении достаточно быстро развивается, что связано с улучшением финансовой стабильности и прозрачности бизнеса (см. рис. 4). Это позволяет сделать вывод о хороших возможностях

привлечения заемных средств в проекты ГЧП. Рынок долговых обязательств в Армении достаточно быстро развивается, что связано с улучшением финансовой стабильности и прозрачности бизнеса. Это позволяет сделать вывод о хороших возможностях привлечения заемных средств в проекты ГЧП. Рынок долговых обязательств Армении представлен как государственными, так корпоративными облигациями. Вместе с тем, структура рынка облигаций страны достаточно равномерно распределена между частным и государственным секторами, 60% на 40% соответственно.

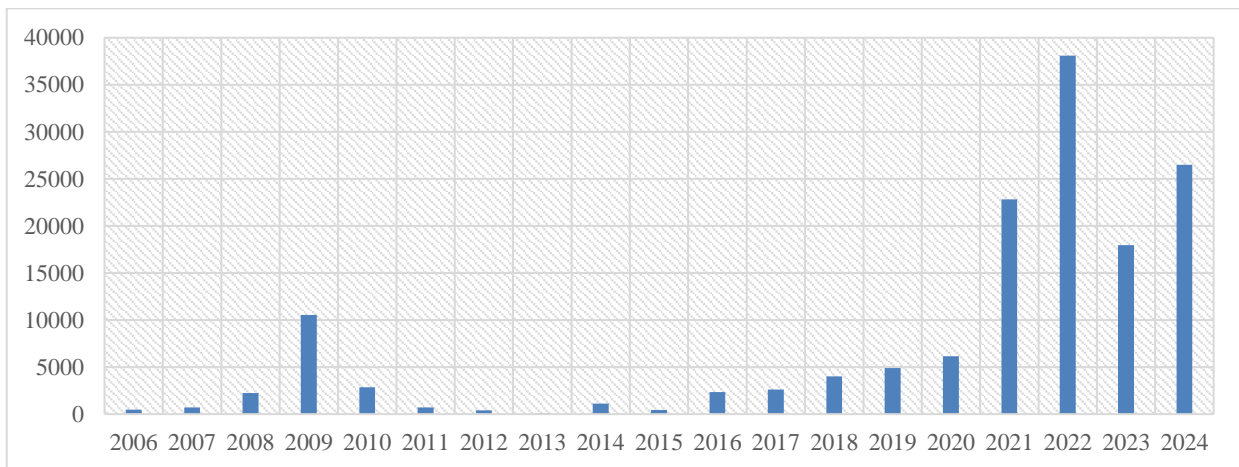


Рис. 5. Объем торгов на рынке долговых обязательств в Армении
Fig. 5. Trading volume in the debt market in Armenia

Источник: Составлено автором на основе базы данных Евразийской экономической комиссии. Режим доступа: <https://eec.eaeunion.org/>

В основном рынок облигаций представлен долговыми обязательствами банковской системы. Вместе с тем, в силу низкого уровня ликвидности, развитие вторичного рынка проблематично и происходит довольно медленно. Большая часть этих долговых обязательств носит краткосрочный и среднесрочный характер, что с точки зрения развития ГЧП проектов является существенной проблемой.

Международные финансовые организации. Среди наиболее крупных международных банков, представленных в Армении можно выделить Европейский банк

реконструкции и развития (ЕБРР) (The European Bank for Reconstruction and Development (EBRD)), Всемирный банк (ВБ)(World Bank), Азиатский банк развития (АБР)(Asian Development Bank (ADB)), а также Евразийский банк развития (ЕАБР)(Eurasian Development Bank (EDB) и его Фонды). Все перечисленные институты активно реализуют различные проекты на территории Армении, и безусловно, могут быть привлечены к ГЧП проектам, как с точки зрения различных секторов экономики, так и в первую очередь, с точки зрения инфраструктурных проектов.

Кредитные линии от инвестиционных компаний. Активность на рынке инвестиционных компаний наблюдается последние несколько лет. При этом, за последние несколько не только увеличилось число инвестиционных компаний, так и их активов. Однако, как было сказано выше, в общей финансовой системе активы инвестиционных компаний не занимают заметную долю.

Отношения, связанные с инвестиционными компаниями, регулируются законом РА «Об инвестиционных фондах». Целью указанного закона является защита прав инвесторов Республики Армения, развитие коллективной инвестиционной системы и установление единых правил создания и

деятельности инвестиционных фондов и управляющих инвестиционными фондами. Закон РА «Об инвестиционных фондах» [Закон РА «Об инвестиционных фондах» ...], в частности, устанавливает:

- виды действующих на территории Республики Армения инвестиционных фондов;
- юридический статус фондов, управляющих фондами и депозитариев фондов, порядок их формирования, деятельности, управления и прекращения деятельности;
- требования, предъявляемые к инвестиционной политике фондов;
- продажа ценных бумаг действующего на территории Республики Армения инвестиционного фонда и т.д.



Рис. 6. Основные показатели инвестиционных компаний в Армении

Fig. 6. Key indicators of investment companies in Armenia

Источник: Составлено автором на основе базы данных Центрального Банка. Режим доступа: <https://cba.am>

Потенциал инвестиционных фондов может быть хорошим подспорьем для финансирования проектов ГЧП.

Инфраструктурные облигации. Помимо вышеперечисленных источников финансирования ГЧП проектом, следует отметить еще один метод привлечения средств для проекта ГЧП, который, на текущий момент не используется в Армении,

несмотря на достаточное наличие предпосылок для использования таких источников финансирования. Речь идет о выпуске гарантированных облигаций под конкретный проект ГЧП.

Выпуск облигаций по конкретные проекты ГЧП имеет ряд преимуществ с точки зрения внедрения в Армении. С точки зрения вложений в конкретные

инфраструктурные проекты, инвесторам может быть более интересно, есть под проекты будут выпущены конкретные облигации с гарантией государства, особенно с учетом приверженности армянских инвесторов к национальным вложениям по сравнению с международными.

Это связано с тем, что часть национальных корпоративных облигаций в иностранной валюте, которые не гарантированы государством, зачастую характеризуются схожей доходностью международных компаний, как с точки зрения выручки, так и с точки зрения активов, и вместе с тем, являются более стабильными вложениями.

Вместе с тем, обеспечение проекта ГЧП выпуском облигаций в локальной и иностранной валюте может быть решением сразу нескольких проблем. Во-первых, проект сразу может стать предметом интереса большей части населения, поскольку облигации, как правило, будут доступны большому числу инвесторов, в том числе и физическим лицам. Такой подход приведет к повышению прозрачности и ответственности партнеров по данному проекту, с одной стороны, и вовлеченности населения в инфраструктурные проекты, значимые с точки зрения развития страны, с другой стороны.

Вместе с тем, такой подход позволит решить вопрос фондирования проектов и позволит развивать новые финансовые инструменты на рынке капитала, что в свою очередь может повлечь за собой развитие фондового рынка в целом.

Таким образом, резюмируя вышеизложенное, качественным и перспективным инструментом для привлечения средств для проекта ГЧП можно по праву считать обеспеченные облигации под конкретный проект ГЧП. Выпуск облигаций позволит увеличить ликвидность на рынке капитала, подогреет интерес со стороны инвесторов, а также добавит прозрачности в вопросе реализации проекта.

Наряду с этим, финансовая система обладает достаточным потенциалом, чтобы использовать накопленный капитал в развитие инфраструктуры с помощью проектов государственно-частного партнерства. Здесь следует отметить, что развитие ГЧП проектом может в свою очередь привести к развитию рынка капитала, и в этом смысле, очевидна обоюдная выгода. С одной стороны, развитие инфраструктуры и решение многих задач, носящих характер национальной безопасности, с другой стороны развитие рынка капитала и привлечение инвестиций в реальный сектор страны.

Выводы

Краткий обзор ключевых источников финансирования ГЧП проектов в Армении позволяет сделать некоторые выводы относительно возможностей развития государственно-частного партнерства. В частности, следует отметить, что, несмотря на довольно неразвитый рынок капитала, банковская система Армении, напротив достаточно хорошо развита, и может стать достаточным источником привлечения средств в инфраструктурные проекты на принципах ГЧП финансирования. С другой стороны, достаточным потенциалом обладают и различные международные институты развития в Армении. Однако, здесь следует упомянуть, что для привлечения средств из таких институтов развития необходимые законодательные изменения, поскольку в законе о ГЧП Армении запрещено привлечение частных инвесторов в лице международных институтов развития в проекты ГЧП.

Наконец, хорошим источником финансирования может стать выпуск корпоративных облигаций, под конкретные инфраструктурные проекты ГЧП, где государство стало бы гарантом, а выпуск таких облигаций позволил бы развивать долговой рынок ценных бумаг в Армении и привлекать частное финансирование в ГЧП проекты.

Резюмируя все вышеизложенные, можно отметить, что на современном этапе развития Армения нуждается в существенных вложениях в инфраструктурные объекты, как с точки зрения обеспечения долгосрочного устойчивого экономического роста, так и с точки зрения регионального развития. Очевидным представляется, что в условиях новой геополитической реальности, транспортные, энергетические и другие коммуникации Армении могут стать существенным рывком для экономического развития страны, с учетом возможностей развития проектов Север-Юг, «Армянский перекресток» и других проектов, связанных с коммуникациями в той или иной сфере. В этой связи, развитие инфраструктуры как никогда актуально.

С другой стороны, в условиях существенных военных угроз последних лет, региональное развитие выходит на другой уровень приоритетности, поскольку является в некотором смысле гарантом экономической и национальной безопасности страны. Вместе с тем, финансовая система обладает достаточным потенциалом, чтобы использовать накопленный капитал в развитие инфраструктуры с помощью проектов государственно-частного партнерства.

Список литературы

1. Akintoye, A., & Beck, M. (2009). *Policy, Finance & Management for Public-Private Partnerships*. Wiley-Blackwell
2. Atmo, G., & Duffield, C. (2014) "Improving investment sustainability for PPP power projects in emerging economies": *Value for money framework. Built Environment Project and Asset Management*, 4(4), 335–351
3. Cui, C., Liu, Y., Hope, A., & Wang, J. (2018) "Review of studies on the public-private partnerships (PPP) for infrastructure projects", *International Journal of Project Management*, 36(5), 773–794
4. Daube, D., Vollrath, S., & Alfen, H. W. (2008) "A comparison of Project Finance and the Forfeiting Model as Financing Forms for PPP Projects in Germany", *International Journal of Project Management*, 26(4), 376-387
5. Delmon J. (2017) "Financing PPP and the Fundamentals of Project Finance. In: *Public-Private Partnership Projects in Infrastructure: An Essential Guide for Policy Makers*". Cambridge University Press:76-88.
6. Deloitte. (2015). *Project bonds: an alternative source of financing infrastructure projects*. Available at <http://www2.deloitte.com/za/en/pages/finance/articles/project-bonds-an-alternative-to-financinginfrastructure-projects.html>
7. Du, J., Wu, H., & Zhao, X. (2018) "Critical factors on the capital structure of public-private partnership projects: A sustainability perspective", *Sustainability*, 10(6), 2066.
8. Sidorenko E.N., Semiglazova V.A. (2020), *IOP Conf. Ser.: Mater. Sci. Eng.* 913 052012.
9. Economic and Social Commission for Asia and the Pacific [ESCAP]. (2008). *A Primer to Public-Private Partnerships in Infrastructure Development*. Available at http://www.unescap.org/ttdw/ppp/ppp_primer/41_sources_of_project_finance.html
10. Kalinin N.V., Medvedeva T.V., Romitsyna G.A. (2017) "Improving the financial mechanism for implementing projects in the framework of public-private partnership in the Russian Federation", *International Scientific Journal*, 2 (68), 53-56.
11. Khulukshinov D.E., Savenkova E.V. (2018) "The financial mechanism in healthcare in Russia and ways to improve it", *Issues of economics and law*, 6 (120), 75-78.
12. Liu, J., Love, P. E., Smith, J., Regan, M., & Sutrisna, M. (2014) "Public-private partnerships: A review of theory and practice of performance measurement", *International Journal of Productivity and Performance Management*, 63(4), 499–512.
13. Man, P., & Jurčiková, M. (2015). "PPP projects – sources and suppliers", *Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis*, 63(2), 577–585.
14. Mogyorósy, E., (2019). *Overview of international financial sources and institutions international urban cooperation program*. Available at https://iuc.eu/fileadmin/templates/iuc/Documents/IUC_-_Finance_Publication_International_Financial_Sources.pdf
15. Pu Ming Shu et al. (2016). *PPP Project Financial Analysis Application Guide*, Beijing: CITIC Publishing Group.
16. Rao, V. (2020). *An empirical analysis of factors responsible for the use of capital market*

instruments in infrastructure project finance. Available at <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/575586/adbi-wp1101.pdf> (accessed 01.02.2021);

17. Regan, M., Love, P. E., & Smith, J. (2013). Publicprivate partnerships: Capital market conditions and alternative finance mechanisms for Australian infrastructure projects. *Journal of Infrastructure Systems*, 19(3), 335–342.;

18. Richard, W. (2008). What is Project finance? Available at <http://www.corality.com/tutorials/what-project-finance>

References

1. Akintoye, A., & Beck, M. (2009). *Policy, Finance & Management for Public-Private Partnerships*. Wiley-Blackwell

2. Atmo, G., & Duffield, C. (2014) “Improving investment sustainability for PPP power projects in emerging economies”: *Value for money framework. Built Environment Project and Asset Management*, 4(4), 335–351

3. Cui, C., Liu, Y., Hope, A., & Wang, J. (2018) “Review of studies on the public–private partnerships (PPP) for infrastructure projects”, *International Journal of Project Management*, 36(5), 773–794

4. Daube, D., Vollrath, S., & Alfen, H. W. (2008) “A comparison of Project Finance and the Forfeiting Model as Financing Forms for PPP Projects in Germany”, *International Journal of Project Management*, 26(4), 376–387

5. Delmon J. (2017) “Financing PPP and the Fundamentals of Project Finance. In: *Public-Private Partnership Projects in Infrastructure: An Essential Guide for Policy Makers*”. Cambridge University Press: 76–88.

6. Deloitte. (2015). Project bonds: an alternative source of financing infrastructure projects. Available at <http://www2.deloitte.com/za/en/pages/finance/articles/project-bonds-an-alternative-to-financinginfrastructure-projects.html>

7. Du, J., Wu, H., & Zhao, X. (2018) “Critical factors on the capital structure of public–private partnership projects: A sustainability perspective”, *Sustainability*, 10(6), 2066.

8. Sidorenko E.N., Semiglazova V.A. (2020), IOP Conf. Ser.: Mater. Sci. Eng. 913 052012.

9. Economic and Social Commission for Asia and the Pacific [ESCAP]. (2008). *A Primer to Public-Private Partnerships in Infrastructure*

Development. Available at http://www.unescap.org/ttdw/ppp/ppp_primer/41_sources_of_project_finance.html

10. Kalinin N.V., Medvedeva T.V., Romitsyna G.A. (2017) “Improving the financial mechanism for implementing projects in the framework of public-private partnership in the Russian Federation”, *International Scientific Journal*, 2 (68), 53–56.

11. Khulukshinov D.E., Savenkova E.V. (2018) “The financial mechanism in healthcare in Russia and ways to improve it”, *Issues of economics and law*, 6 (120), 75–78.

12. Liu, J., Love, P. E., Smith, J., Regan, M., & Sutrisna, M. (2014) “Public-private partnerships: A review of theory and practice of performance measurement”, *International Journal of Productivity and Performance Management*, 63(4), 499–512.

13. Man, P., & Jurčíková, M. (2015). “PPP projects – sources and suppliers”, *Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis*, 63(2), 577–585.

14. Mogyorósy, E., (2019). Overview of international financial sources and institutions international urban cooperation program. Available at https://iuc.eu/fileadmin/templates/iuc/Documents/IUC_-_Finance_Publication_International_Financial_Sources.pdf

15. Pu Ming Shu et al. (2016). *PPP Project Financial Analysis Application Guide*, Beijing: CITIC Publishing Group.

16. Rao, V. (2020). An empirical analysis of factors responsible for the use of capital market instruments in infrastructure project finance. Available at <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/575586/adbi-wp1101.pdf> (accessed 01.02.2021);

17. Regan, M., Love, P. E., & Smith, J. (2013). Publicprivate partnerships: Capital market conditions and alternative finance mechanisms for Australian infrastructure projects. *Journal of Infrastructure Systems*, 19(3), 335–342.;

18. Richard, W. (2008). What is Project finance? Available at <http://www.corality.com/tutorials/what-project-finance>

Благодарность: исследование выполнено при финансовой поддержке Комитета по высшему образованию и наук МОНКС РА (Научный проект № 24SSAH-5B004)

Acknowledgements: the study is carried out with the financial support of the Committee on Higher Education and Science of the Ministry of Education, Science and Culture of the Republic of Armenia (Research Project No. 24SSAH-5B004)

Информация о конфликте интересов: авторы не имеют конфликта интересов для декларации.

Conflicts of Interest: the author has no conflict of interest to declare.

Восканян Мариам Амбарцумовна, доцент, доктор экономических наук, заведующий кафедрой экономики и финансов, Институт экономики и бизнеса, Российско-армянский университет, (г. Ереван, Армения).

Mariam A. Voskanyan, Associate Professor, Doctor of Economics, Head of the Department of Economics and Finance, Institute of Economics and Business, Russian-Armenian University, (Yerevan, Armenia).