

В Диссертационный совет ФГБОУ ВО
«Российская академия народного хозяйства и
государственной службы при Президенте
Российской Федерации»
119571, г. Москва, проспект Вернадского, д.82

ОТЗЫВ

официального оппонента

по диссертации Першина Андрея Анатольевича

«Развитие механизмов финансирования проектов государственно-частного партнёрства в инвестиционной деятельности корпорации» по специальности 5.2.4. «Финансы», представленной на соискание учёной степени кандидата экономических наук, выполненной на кафедре корпоративного управления факультета «Высшая школа корпоративного управления» Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации»

Актуальность темы диссертационного исследования.

Практика взаимодействия государства и бизнеса в рамках применения механизмов государственно-частного партнерства на современном этапе является неотъемлемой составляющей развития экономики многих стран мира, в том числе и России. Государственно-частное партнерство используется в России около 25 лет, считается механизмом привлечения частных инвестиций для решения социально-экономических проблем развития территорий и стратегического развития отраслей, что становится особенно критичным в условиях экономической нестабильности. Следует согласиться с автором в том, что в современных условиях вопрос привлечения финансирования для развития инфраструктуры является одним из ключевых в контексте устойчивого развития российской экономики.

Несмотря на значительную степень разработанность рассматриваемой проблемы, следует отметить, что реализация проектов государственно-частного партнерства носит сложный и комплексный характер, практически всегда индивидуальный, что обуславливает необходимость непрерывной трансформации организационно-экономических подходов к их

структурированию. Исходя из этого, развитие механизмов финансирования проектов с использованием государственно-частного партнерства для обеспечения их эффективности и финансовой реализуемости приобретает особое значение.

Все вышеизложенное свидетельствует об актуальности темы диссертационного исследования Першина Андрея Анатольевича.

Обоснованность и достоверность научных положений, выводов и рекомендаций, представленных в диссертационном исследовании.

Обоснованность научных положений, представленных результатов, выводов и рекомендаций в диссертационном исследовании обеспечивается корректностью и логичностью сформулированных задач, поставленных и решенных в процессе исследования, использованием совокупности методов исследования (общенаучные методы, а также специальные методы инвестиционного и финансового анализа, финансового моделирования, экономико-математического моделирования) с применением программного обеспечения Microsoft Excel. Автором изучен достаточно большой объем отечественных и зарубежных работ фундаментального и прикладного характера по исследуемой проблематике, использованы законодательно-нормативные акты, регламентирующие реализацию инвестиционных проектов с использованием механизма государственно-частного партнерства, официальные ресурсы Банка России, Министерства экономического развития, Федеральной службы государственной статистики, материалы информационно-аналитических агентств, опросов специалистов организаций, связанных с деятельностью ГЧП.

Достоверность результатов диссертационной работы не вызывает сомнения, так как они основываются на глубоком теоретическом изучении существующих проблем реализации и финансирования проектов государственно-частного партнерства. Основные положения и результаты диссертационной работы отражены в 8 научных работах, в том числе в журналах, рекомендованных ВАК – 7 статей. Следует отметить, что

авторские предложения и разработки были внедрены в практическую деятельность компании, реализующей проекты государственно-частного партнерства, о чем свидетельствует справка о внедрении.

Структура диссертации имеет логическое построение, включает введение, три главы и заключение.

Во введении аргументирована актуальность темы исследования, степень ее разработанности, цель (которая сформулирована не совсем корректно исходя из темы работы), задачи, объект, предмет исследования, методологическая и информационная база, научная новизна и основные результаты, выносимые на защиту, теоретическая и практическая значимость.

В первой главе диссертации автор определяет проблемы применения механизмов государственно-частного партнерства применительно к реализации инфраструктурных проектов на российском рынке на основе теоретико-методологических подходов и практики их реализации, что позволяет выявить предпосылки для развития механизмов финансирования проектов ГЧП в российской экономике.

Во второй главе проведен анализ текущего состояния рынка государственно-частного партнёрства в России и определены тенденции развития институциональной среды на российском рынке ГЧП, что позволило учитывать это при разработке теоретико-методических положений по развитию механизмов финансирования проектов ГЧП в инфраструктуре, в частности, при разработке модели оптимизации денежных потоков.

В третьей главе научно обоснованы и апробированы направления совершенствования механизмов финансирования проектов государственно-частного партнерства, в том числе для инвесторов.

Таким образом, содержание диссертации обладает внутренним единством, содержит научные результаты и положения, свидетельствующие о личном вкладе автора в науку. Авторская позиция по изучаемой проблеме научно аргументирована и грамотно изложена. В диссертации не содержится

противоречий с общепринятыми теоретическими положениями, автор аргументировано их развивает в соответствии с логикой проводимого исследования.

Все это позволяет сделать вывод о том, что научные положения и выводы соискателя являются обоснованными и достоверными.

Научная новизна диссертации заключается в развитии теоретико-методических подходов по совершенствованию механизмов финансирования инфраструктурных инвестиционных проектов, реализуемых с использованием государственно-частного партнерства, с учетом интересов основных стейкхолдеров.

В диссертационном исследовании содержатся новые научные результаты, способствующие развитию механизмов финансирования проектов государственно-частного партнерства и, как следствие, повышению эффективности их реализации. Наиболее значимыми результатами диссертационного исследования Першина А.А., имеющими **научную новизну**, являются:

- выявлены предпосылки развития механизмов финансирования проектов ГЧП в российской экономике (потребность в постоянной модернизации инфраструктуры на всех уровнях; существенная капиталоемкость инфраструктурных проектов; неравномерность развития инфраструктуры в регионах; ограниченность ресурсов региональных бюджетов; ограниченный инструментарий рынка капитала в сфере долгосрочных инвестиций в инфраструктуру), а также основные тенденции развития институциональной среды на российском рынке ГЧП (интеграция участников проектов ГЧП в корпоративные структуры; сокращение объёмов софинансирования капитальных затрат в форме капитальных грантов; переход к применению инструментов долгового проектного финансирования институтов развития в качестве механизма государственной поддержки), которые необходимо учитывать при формировании механизмов финансирования проектов ГЧП (с. 14-15, 26-28, 77-89);

- разработана методика расчета минимальной платы концедента для обеспечения погашения долговых обязательств по концессионному соглашению, частью которой является модель оптимизации денежных потоков, заключающаяся в расчете графика погашения долговых обязательств и платы концедента. Критериями оптимизации денежных потоков является минимизация показателей (платы концедента в периоде и общего объема, минимально гарантированного дохода, сроков погашения долговых обязательств концессионера) при соблюдении определенных условий (а именно, ковенантов привлечения долгового финансирования; требований концессионера к коммерческой эффективности и устойчивости; требований концедента к целевому уровню бюджетной и социально-экономической эффективности проекта; требований инвестора к финансовой эффективности проекта). В отличие от существующих подходов, предлагаемая модель позволяет достичь «баланса интересов» всех стейкхолдеров проекта (с. 90-133);

- разработана методика расчета интервала доли долгового финансирования инвестиционного проекта, реализуемого концессионером, включающая: расчет оптимальной структуры капитала компании-инвестора на основе минимальной средневзвешенная стоимость капитала; определение целевой доли акционерного заемного финансирования в общей структуре капитала ГЧП-проекта. Данный подход позволяет минимизировать стоимость капитала консолидированной компании (компании-инвестора и концессионера), а также компании-инвестора при осуществлении акционерного заемного финансирования концессионера (с. 134-145);

- предложен и апробирован алгоритм корректировки прогнозируемых денежных потоков проекта с учетом поправки на риск неблагоприятного изменения валютного курса. Корректирующий фактор рассчитан на основе модели четырёхсторонней эквивалентности. Это позволяет более обоснованно оценивать коммерческую эффективность проектов

государственно-частного партнёрства, обладающих международной спецификой (с. 148-160).

Соответствие темы диссертационным требованиям паспорта специальностей ВАК. Тема диссертации выбрана по научной специальности 5.2.4 «Финансы» и соответствует направлениям научных исследований пунктам: 11. Бюджетные доходы и расходы. Сбалансированность бюджетов. Оценка эффективности бюджетных расходов; 15. Корпоративные финансы. Финансовая стратегия корпораций. Финансовый менеджмент; 18. Проектное и венчурное финансирование.

Теоретическая и практическая значимость результатов диссертационного исследования.

Теоретическая значимость результатов исследования заключается в развитии теории финансирования инвестиционных проектов в части формирования эффективного финансового механизма с учетом особенностей реализации инфраструктурных проектов с использованием государственно-частного партнерства. Авторские предложения и рекомендации могут стать базой для дальнейших исследований в области изучения применения механизмов финансирования государственно-частного партнерства для реализации инвестиционных проектов.

Практическая значимость исследования заключается в том, что полученные результаты могут быть использованы государственными и муниципальными органами власти, институтами развития, финансовыми организациями, инвесторами, компаниями, участвующими в реализации ГЧП-проектов. Ряд положений и выводов исследования могут использоваться учебными заведениями высшего образования в учебном процессе, в том числе по программам повышения квалификации специалистов.

Дискуссионные моменты, содержащиеся в диссертационном исследовании. Несмотря на общее положительное впечатление и наличие

научной ценности полученных автором результатов, диссертация не лишена ряда дискуссионных моментов:

1. В теме, объекте и предмете диссертации заявлены механизмы финансирования проектов ГЧП, однако при анализе особенностей применения механизмов ГЧП (параграф 1.1), методологических подходов к оценке эффективности проектов ГЧП (параграф 1.2) и опыта применения механизмов ГЧП (параграф 1.3); оценке отраслей ГЧП в России (параграф 2.1) и институциональной среды (параграф 2.2); разработке модели оптимизации структуры денежных потоков ГЧП-проекта (параграф 2.3) и ее апробации (параграф 3.1), проекты ГЧП ограничены инфраструктурными проектами и, в большей части, реализуемыми в форме концессионных соглашений. Кроме того, в параграфах 1.2, 1.3, 2.1 и 2.2 недостаточно сделан акцент на финансовой составляющей рассматриваемых вопросов.

2. Следует уточнить, что автор понимает под «механизмами финансирования проектов ГЧП» (заявлено в названии диссертации, второй и третьей глав); какими показателями характеризует/оценивает механизмы финансирования проектов ГЧП. Это позволило бы понять, почему автор анализирует методологические подходы к оценке эффективности проектов ГЧП (параграф 1.2), а не механизмов их финансирования.

3. В параграфе 1.3 целесообразно было бы сравнить механизмы финансирования инвестиционных проектов с использованием концессионных соглашений и соглашений о ГЧП/МЧП, их преимущества и недостатки для различных стейкхолдеров (раз уж автор сконцентрировался на реализации инфраструктурных проектов). Возможно, это позволило бы обосновать не востребованность соглашений о ГЧП/МЧП в российской экономике.

4. В параграфе 3.1 проведена оценка коммерческой, бюджетной и социально-экономической эффективности ГЧП-проекта транспортной сферы. Для проведения расчётов автор использовал специальную методику Министерства транспорта РФ (приказ Министерства транспорта РФ № 40 от

14.02.2023). Данная методика не является универсальной и обладает рядом специфических допущений. В частности, дискуссионными являются положения, регулирующие процесс определения ставок дисконтирования, некоторых социально-экономических эффектов и весовые коэффициенты показателей, составляющих интегральную оценку. Целесообразно было бы дополнить исследование оценкой показателей эффективности проекта по другим методикам, а также продемонстрировать, насколько выбор методики может влиять на результаты.

5. Автор использует понятия «оптимальной структуры капитала» (стр. 137) и «целевой структуры капитала» (стр. 142). Какая структура капитала рассчитывается на стр. 138-139? Требуется пояснения, почему автор выбрал такой способ расчета структуры капитала компании-инвестора, а именно: при расчете стоимости собственного капитала компании-инвестора в формуле 29 (уравнение Р.Хамада) берется среднеотраслевой коэффициент бета с покрытием, в качестве доли заемного капитала - усреднённая оценка по крупнейшим российским компаниям, а стоимость заемного капитала определяется по данным компании-инвестора. Насколько корректно использовать эти данные при расчете WACC компании-инвестора?

Однако, следует отметить, что перечисленные недостатки не снижают научную ценность полученных результатов и выводов.

Диссертационную работу целесообразно допустить к защите на заседании диссертационного совета.

Вывод. Диссертация Першина Андрея Анатольевича «Развитие механизмов финансирования проектов государственно-частного партнёрства в инвестиционной деятельности корпорации» является научно-квалификационной работой, в которой содержится решение задачи, имеющей важное значение для развития экономической науки и практики, что соответствует требованиям Положения о присуждении ученых степеней, утвержденного Постановлением Правительства Российской Федерации от 24 сентября 2013 года № 842 и Порядка присуждения ученой степени кандидата

наук, ученой степени доктора наук в Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации, утвержденного приказом ректора ФГБОУ ВО «Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации» (в редакции приказа от 28 февраля 2024 года № 02-0355), а Першин Андрей Анатольевич заслуживает присуждения ему ученой степени кандидата экономических наук по специальности 5.2.4. «Финансы».

Официальный оппонент,

Профессор Кафедры корпоративных финансов
и корпоративного управления Финансового факультета
федерального государственного образовательного
бюджетного учреждения высшего образования
"Финансовый университет при
Правительстве Российской Федерации",
доктор экономических наук, профессор *Тютюкина* Елена Борисовна Тютюкина

27.08.2024

125167, г. Москва, Ленинградский просп., 49/2,

телефон: +7 (499) 277-39-61, E-mail: ebtyutyukina@fa.ru

