

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

ОТЗЫВ

Председателя диссертационного совета
Российской академии народного хозяйства и государственной службы
при Президенте Российской Федерации
на диссертацию Першина Андрея Анатольевича
«Развитие механизмов финансирования проектов государственно-частного
партнёрства в инвестиционной деятельности корпорации»,
представленную на соискание ученой степени кандидата экономических наук
по специальности 5.2.4. Финансы

Актуальность темы диссертационного исследования

Роль механизмов государственно-частного партнерства (ГЧП) в решении стратегических задач социально-экономического развития непрерывно возрастает. Это обусловлено тем, что модернизация инфраструктуры является одним из основных направлений социально-экономического развития государства, а использование механизмов ГЧП создает необходимые предпосылки для достижения стратегических целей инвестиционных программ при снижении капитальных и эксплуатационных затрат и согласования долгосрочных интересов государства, бизнеса и общества. При этом важной и недостаточно разработанной в научном плане проблемой является учет специфики проектов ГЧП при формировании оптимальной структуры капитала проектных компаний и их спонсоров и инвесторов в условиях изменяющейся институциональной среды, что определяет актуальность диссертационного исследования Першина А.А. как в научном, так и в практическом аспектах.

В рассматриваемой работе формулируются и обосновываются новые научные положения, позволяющие дополнить существующие теоретические подходы к оптимизации структуры капитала корпорации с учетом специфики проектов ГЧП и определять наиболее рациональную структуру

финансирования проектных компаний с учетом интересов различных стейкхолдеров.

**Степень обоснованности и достоверности научных положений,
выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертации**

Обоснованность и достоверность научных положений, выводов и рекомендаций автора по результатам проведенного исследования представляется достаточной и подтверждается следующими положениями:

- при выполнении диссертационного исследования автор опирался на научные труды ведущих отечественных и зарубежных ученых по оценке эффективности проектов ГЧП и формированию механизмов их финансирования, составляющие теоретико-методологическую основу диссертационного исследования. Представленные в научной литературе концепции управления финансами корпорации дополнены авторскими гипотезами, отражающими специфику финансовых аспектов проектов ГЧП;

- информационной базой исследования выступили официальные данные государственной статистики, аналитические материалы и информация официальных сайтов Министерства экономического развития Российской Федерации, Банка России, материалы рейтинговых и экспертных агентств. В диссертации проанализирована действующая нормативно-правовая база, регламентирующая реализацию проектов ГЧП в Российской Федерации;

- диссертационное исследование проведено с использованием общих и специальных методов научного исследования: анализа и синтеза, обобщения и сравнения, систематизации, индукции и дедукции, а также методов экономико-статистического, инвестиционного и финансового анализа. Автором проводилось финансовое моделирование проекта государственно-частного партнерства;

- основные положения диссертации нашли отражение в 8 публикациях автора, в том числе в 7 статьях в изданиях, рекомендованных ВАК при Минобрнауки России, а также одной монографии. Отдельные рекомендации автора внедрены в практическую деятельность компаний, реализующих крупномасштабные инфраструктурные проекты с использованием механизмов ГЧП.

Новизна научных положений, выводов и рекомендаций

Результаты диссертационного исследования содержат элементы научной новизны, которые состоят в следующем:

1. Выявлены основные тенденции развития институциональной среды на российском рынке ГЧП: интеграция участников проектов ГЧП, способствующая повышению эффективности реализации проектов ГЧП как с коммерческой, так и с организационной точки зрения, но в то же время меняющая традиционную систему согласования условий реализации таких проектов; сокращение объемов предоставляемых публичным партнером капитальных грантов и переход к применению новых финансовых механизмов государственной поддержки проектов ГЧП, предусматривающих использование инструментов долгового проектного финансирования институтов развития. Показано, что эти изменения приводят к трансформации системы ограничений, определяющих условия формирования и использования денежных потоков проектов ГЧП, что должно учитываться при оптимизации структуры финансирования проектов ГЧП.

2. Разработан новый алгоритм оптимизации денежных потоков проектов ГЧП от финансовой деятельности на различных шагах реализации проектов, позволяющий определять уровень государственной поддержки, обеспечивающий приемлемый для частного партнера уровень финансовой устойчивости и коммерческой эффективности проекта при ограничении допустимой финансовой нагрузки на публичного партнера, а также формировать рациональный график выборки и погашения долговых обязательств проектной компании. На основе проведенных расчетов по оценке сравнительной эффективности проекта для публичного и частного партнеров показано, что предложенный алгоритм позволяет обеспечить согласование интересов партнеров при разработке и реализации общественно значимых инфраструктурных проектов в условиях изменившейся институциональной среды.

3. Разработан новый подход к определению оптимальной структуры капитала компаний-инвесторов в проекты ГЧП, позволяющий учесть финансовые аспекты реализуемых проектов ГЧП при минимизации средневзвешенной стоимости привлечения капитала и определить

рациональные границы объемов используемого заемного финансирования. На основе проведенных расчетов показано, что предложенный подход позволяет обеспечить гибкость управления структурой капитала и повысить эффективность участия в проектах ГЧП для частных инвесторов.

Теоретическая и практическая значимость исследования

Теоретическая значимость проведенного исследования заключается в развитии концептуальных подходов к управлению финансами корпорации с учетом специфики реализуемых проектов ГЧП; обосновании методологических аспектов исследования актуальных инструментов и методов развития механизмов финансирования проектов ГЧП; конкретизации научно-методических подходов, позволяющих повысить эффективность реализации проектов ГЧП.

Практическая значимость исследования заключается в том, что выводы и рекомендации диссертанта могут быть использованы в законотворчестве, деятельности государственных органов власти, а также в финансовой деятельности компаний, осуществляющих реализацию проектов ГЧП. Ряд положений и выводов исследования могут использоваться в учебном процессе при преподавании дисциплин высшей школы: «Корпоративные финансы», «Государственно-частное партнерство», «Экономическая оценка инвестиций», а также при разработке спецкурсов для программ профессиональной переподготовки и повышения квалификации.

Дискуссионные положения работы, замечания и рекомендации в адрес соискателя

1. В параграфах 3.1 и 3.2 используются разные ставки дисконтирования денежных потоков инвестора в проект ГЧП. В параграфе 3.1 используется ключевая ставка, увеличенная на 700 базисных пунктов, а в параграфе 3.2 – средневзвешенная стоимость привлечения капитала (WACC). При этом оценки NPV проекта методом WACC в тексте диссертации не приводятся, что, по мнению рецензента, следовало сделать.

Кроме того, следует отметить, что при корректном определении денежных потоков и ставок дисконтирования NPV денежных потоков проекта

и NPV денежных потоков инвестора должны совпадать (поскольку NPV денежных потоков кредитора равен 0). Однако в расчете диссертанта (табл.15 на стр.123) NPV денежных потоков проекта отрицателен, а NPV денежных потоков инвестора – положителен. Это обусловлено применением диссертантом методики, утвержденной приказом Министерства транспорта Российской Федерации №40 от 14.02.2023 и не предусматривающей процедуры согласования значений ставок дисконтирования денежных потоков проекта и на долевой капитал. По мнению рецензента, помимо методики Минтранса, диссертанту следовало использовать и более корректную процедуру, обеспечивающую согласованность результирующих значений NPV при анализе денежных потоков проекта и инвестора.

2.Согласно российским Методическим рекомендациям по оценке эффективности инвестиционных проектов, а также международной методологии (например, руководствам Всемирного банка и Европейской комиссии), схема финансирования не влияет на общественную (социально-экономическую) эффективность проекта. Однако в расчетах диссертанта (таблица 16 на стр.125, таблица 19 на стр.127) показатели социально-экономической эффективности проекта меняются при изменении схемы финансирования. Диссертанту следовало отметить, что это обусловлено специфическими положениями методики, утвержденной приказом Министерства транспорта Российской Федерации №40 от 14.02.2023, и сформулировать предложения по ее совершенствованию.

3.Авторский подход к расчету премии за риск, согласно которой она принимается равной средней дивидендной доходности акций из индекса Мосбиржи (стр.138), не является общепринятым и требует дополнительной аргументации.

4. Авторская методика оценки валютного риска международных проектов ГЧП (параграф 3.3 диссертации) не учитывает такой существенный аспект валютного риска, как изменчивость обменного курса иностранной валюты (в приводимом в диссертации примере – курса рубля к тенге), то есть возможность различных траекторий динамики обменного курса в будущем (что учитывается, например, в методологии Corporate Metrics с использованием модели VECM для описания динамики обменного курса).

Кроме того, при моделировании денежных потоков проекта ГЧП, реализуемого в Казахстане, диссертанту следовало бы в явном виде учитывать специфику макроэкономической ситуации в Казахстане на уровне построения базового прогноза денежных потоков по проекту (по крайней мере различия в темпах инфляции и параметрах налоговой системы в России и Казахстане), различия в условиях государственной финансовой поддержки проектов ГЧП, а также вводить дополнительную премию за риск проекта, реализуемого в иностранной юрисдикции, или учитывать этот риск в оценках денежных потоков.

Отмеченные замечания не влияют на общую высокую оценку работы и не ставят под сомнение новизну результатов диссертационного исследования. Они могут рассматриваться в качестве рекомендаций для учёта в последующих исследованиях диссертанта.

В целом диссертация Першина А.А. представляет собой самостоятельную и завершённую научно-квалификационную работу, в которой представлены обоснованные и достоверные научные результаты проведенного автором исследования, имеющие теоретическую ценность и практическую значимость и обладающие научной новизной. Представленные в диссертации результаты свидетельствуют о личном вкладе автора в развитие научного направления «Финансы». Научные публикации автора достаточно полно отражают основное содержание диссертации.

Диссертацию 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 совершенствования механизмов финансирования проектов ГЧП в условиях трансформации системы ограничений реализации проектов ГЧП, обусловленных изменениями институциональной среды, 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 учёной степени кандидата экономических наук по специальности 5.2.4. «Финансы».

Председатель диссертационного совета РАНХиГС,
профессор кафедры государственного
регулирования экономики Института
государственной службы и управления
ФГБОУ ВО «Российская академия народного
хозяйства и государственной службы при
Президенте Российской Федерации»,
доктор экономических наук, профессор

Р.М. Мельников

«24» августа 2024 г.

119571, г. Москва, проспект Вернадского, д. 82
Телефон: + 7 (499) 956-98-49
Сайт организации: <https://www.ranepa.ru>
E-mail: melnikov-rm@ranepa.ru

