

Отзыв официального оппонента

**д.э.н., профессора Бобылевой Аллы Зиновьевны на диссертацию
Малицкой Екатерины Александровны на тему: «Оценка эффективности
проектного финансирования на железнодорожном транспорте
(методологический подход)», представленную на соискание ученой
степени кандидата экономических
наук по специальности 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и
кредит.**

Диссертационное исследование Малицкой Екатерины Александровны: «Оценка эффективности проектного финансирования на железнодорожном транспорте (методологический подход)» посвящено решению научной задачи, имеющей существенное значение для экономических знаний в области организации и оценки эффективности проектного финансирования инфраструктурных проектов на принципах государственно-частного партнерства.

Актуальность темы исследования

Одним из важнейших вопросов сегодняшнего дня, имеющих национальное значение, является эффективное финансирование инфраструктурных проектов, связанных с дальнейшим развитием железнодорожного транспорта, в том числе на основе государственно-частного партнерства.

Очевидно, что для Правительства Российской Федерации необходима процедура отбора проектов развития инфраструктуры, обеспечивающих максимальный мультипликативный эффект экономического роста при минимальных рисках для размещаемых государством средств. При этом методология оценки эффективности и отбора модели реализации на принципах государственно-частного партнерства должна быть прозрачной, а

проекты оцениваться по объективным критериям. В этой связи диссертационное исследование Малицкой Е.А. безусловно представляется актуальным.

В работе проведен комплексный анализ методов и инструментов реализации проекта, а также механизмов финансирования транспортной инфраструктуры в российской и зарубежной практике, что позволило автору обосновать теоретические выводы и разработать практические рекомендации, которые могут быть использованы при формировании эффективной системы проектного финансирования, а также структуры и механизма финансового взаимодействия государства и корпоративных финансов в рыночных условиях.

С этих позиций научное содержание диссертации вызывает несомненный интерес в плане практического применения ее результатов и вносит конкретный вклад в теорию проектного финансирования в целом и финансирования ГЧП-проектов на примере железнодорожного транспорта, в частности.

Степень обоснованности научных положений, выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертации.

Обоснованность практических рекомендаций подтверждается внедрением разработок автора в учебном процессе в высших учебных заведениях.

Степень достоверности научных положений, выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертации.

Высшим критерием достоверности результатов любого исследования считается возможность их применения в науке и практике управления. Анализ диссертации с этих позиций дает уверенность о соответствии рекомендаций автора этому критерию.

Разделяя мнение автора относительно того, что результаты исследования обладают признаками научной новизны, считаем необходимым

придать особую значимость некоторым положениям и охарактеризовать их:

1. Автор сформулировал концептуальные положения финансового менеджмента при формировании транспортных инфраструктурных проектов. В настоящее время является важным изучение и внедрение методических рекомендаций по вопросам оценки эффективности финансирования инфраструктурных проектов, построенных на принципах государственно-частного партнерства (ГЧП), что предполагает формирование такой структуры проектного финансирования, которая бы обеспечивала оптимальное распределение интересов и рисков государства и частного бизнеса. Применение модели ГЧП-проекта способствует экономии бюджетных средств и расширению масштабов деятельности частных инвесторов.

2. Диссертант, применив отдельные положения анализа эффективности проектного финансирования, исследовав критерии отбора заявок по финансированию инвестиционных проектов, а также методологических подходов в определении системы рисков приходит к выводам, что в существующих методологических подходах акцент сделан на обосновании расходования бюджетных средств, при этом необоснованно остаются на втором плане качество риск-менеджмента и распределения обязательств между участниками проекта. В связи с этим в работе обоснован вывод о необходимости внедрения модели многокритериального анализа эффективности проектного финансирования на базе принятой зарубежной модели сравнительного анализа финансовых затрат, что позволит структурировать инвестиционный проект (в соотношении «затрат/выгод») и повысить заинтересованность частных инвесторов в реализации проектов ГЧП. В конечном итоге предложенный методологический подход будет востребован на практике, так как сделает тендерную процедуру более отлаженной и прозрачной, повышая тем самым привлекательность российских инфраструктурных проектов для отечественных и зарубежных

инвесторов.

Новизна исследования и полученных результатов состоит в развитии теоретических положений и методологических основ формирования системы проектного финансирования, включающей механизм финансового взаимодействия государства и корпоративных финансов в проектах государственно-частного партнерства и оценки ее эффективности. В основе предложений методологического характера лежат расчеты оценки эффективности проектного финансирования инфраструктурных проектов развития железнодорожного транспорта, учитывающие специфику железнодорожной отрасли строительства высокоскоростной магистрали. Выбор отрасли связан с ее огромным значением для развития российской экономики, особенно на современном этапе.

Автором предложено уточнение понятия «инфраструктурный проект» (стр. 30-33) с учетом его основных особенностей, : технологической сложности, масштабности, инновационности, капиталоемкости, организационной сложности, долгосрочности и повышенного риска. Важной особенностью управления инфраструктурным проектом в условиях ограниченности бюджетных средств становится выстраивание различных схем взаимодействия между публичной и государственной сторонами на основе контрактного договора.

Рассматривая условия, формы и механизмы взаимодействия государственного и частного секторов в инфраструктурных проектах развития железнодорожного транспорта в мировой практике (стр. 41-46, 103-105), автор определяет наиболее перспективные для российской экономики направления и модели концессионного сотрудничества, которые легли в основу построения многокритериального анализа оценки эффективности проектного финансирования.

Автором предложен и апробирован на примере проекта строительства высокоскоростной железнодорожной магистрали обобщенный алгоритм

отбора и оценки эффективности проектов для выбора наиболее эффективной формы финансирования с участием государства и частных структур (стр. 111-115). В рамках данного алгоритма соискателем предложены: три альтернативных варианта финансирования проекта для выбора возможного из них; уточнение методики оценки показателей коммерческой, социально-экономической и бюджетной эффективности, что позволяет учесть специфику инфраструктурных проектов ГЧП; интегральный показатель для сопоставления указанных вариантов, а также адаптирована модель многокритериального анализа эффективности проектного финансирования на базе принятой зарубежной модели сравнительного анализа финансовых затрат, которая позволяет оценить варианты эффективности моделей государственно-частного партнерства. Стоит отметить, что данный обобщенный алгоритм может быть использован органами исполнительной власти федерального и регионального уровня, в том числе при разработке соответствующих методических документов.

Очень показательна и научно-практическая работа автора по разработке рекомендаций, направленных на совершенствование методики оценки социально-экономической эффективности строительства новых железнодорожных линий общего пользования. В качестве нового инструментария в исследовании рассмотрена возможность формирования механизма сравнительной оценки эффективности моделей государственно-частного партнерства на основе анализа таких показателей проекта, как приведенная стоимость инфраструктурного проекта в модели государственно-частного партнерства, вероятность возникновения различных категорий рисков при реализации инфраструктурного проекта в зависимости от выбранного концессионного соглашения, а также размера принимаемых частной стороной обязательств в случае возникновения установленных рисков.

Научный интерес представляют выделенные в исследовании методы и инструменты обеспечения достижения целей проекта и его эффективности по стадиям жизненного цикла проекта (стр. 71-72), а также разработанная автором новаторская для отечественной экономической науки классификация источников финансирования инфраструктурного проекта по группам процессов управления инфраструктурным проектом на принципах государственно-частного партнерства, так называемый «инфраструктурный лифт» (стр. 74-75). В зависимости от этапа реализации проекта источники проектного финансирования усложняются и приобретают новые формы финансирования, отличного от бюджетного. Особенность представленного Малицкой Е.А. методологического подхода состоит в том, что возможности организации финансирования инфраструктурного проекта определяются мерами государственной поддержки посредством различных инструментов (долговые обязательства, налоговые льготы, гарантии и т.д.), что положено в основу дальнейшего исследования. Важность и новизна данных теоретических положений обусловлена недостаточной на сегодня степенью их разработанности в научных трудах.

В рамках данного исследования обоснована необходимость изменений нормативной правовой базы, в части принятия мер по снижению рисков частных инвесторов в проектах государственно-частного партнерства, методических рекомендаций к расчету показателей для определения сравнительного преимущества государственно-частного партнерства и концессионного законодательства по управлению инфраструктурными проектами развития железнодорожного транспорта, что имеет несомненную практическую значимость.

Результаты диссертационного исследования могут быть использованы в качестве методологической основы:

- в качестве рекомендаций по подготовке методических материалов по финансированию инфраструктурных проектов на принципах государственно-

частного партнерства;

- в преподавании учебных дисциплин «Проектное финансирование», «Финансовый менеджмент» и др.

Апробация и внедрение результатов исследования. Основные результаты диссертационного исследования представлены на 10 международных и всероссийских научно-практических конференциях.

Основные выводы диссертационного исследования опубликованы в 15 печатных работах общим объемом 7,17 печатных листа, в том числе 6 статей (вклад автора 4,32 печатных листов) в научных журналах, рекомендованных ВАК для публикации основных результатов диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук.

Содержание диссертационного исследования соответствует содержанию и качеству опубликованных работ.

Одновременно, одной из положительных сторон данной работы является ее ориентация на практическое внедрение результатов исследования в работе Управления по организации проектов ГЧП ГК «Внешэкономбанк», ОАО «Федеральный центр проектного финансирования».

Отдельные замечания по результатам исследования

В результате прочтения диссертации Малицкой Е.А. возникают некоторые замечания.

1. Следовало бы более подробно обосновать авторскую позицию по поводу целесообразности увеличения государственных инвестиций в строительство высокоскоростных железнодорожных магистралей на основе анализа затрат и выгод.
2. Диссертационное исследование построено на справедливой гипотезе о необходимости инвестирования в инфраструктуру железнодорожного транспорта, при этом можно согласиться с автором, что применение государством модели оценки финансовых затрат со встроенным механизмом аллокации рисков между участниками инфраструктурного проекта позволит

выбрать наиболее эффективную схему взаимодействия участников проектного финансирования. Однако в работе надо было обратить внимание и на то, что при оценке целесообразности новых инвестиций следует более детально учитывать вероятные расходы на эксплуатацию и техническое обслуживание в будущем.

3. В тексте диссертации недостаточно глубоко проведен анализ альтернативных механизмов поддержки инфраструктурных проектов, которые важны при структуризации финансовой схемы проекта. Работа выиграла бы, если бы автор раскрыл, какие формы государственной поддержки могут быть применены для реализации инфраструктурного проекта, и какие необходимо принять поправки или законодательные акты для реализации предлагаемых мероприятий.

Отмеченные недостатки и замечания при этом не снижают общего положительного впечатления от представленной диссертационной работы.

Заключение. Автореферат и опубликованные соискателем работы отражают основное содержание диссертации. Полученные результаты диссертационного исследования соответствуют поставленным целям и задачам.

Диссертационное исследование выстроено по четкой схеме и довольно легко читается, выводы автора логичны, аргументированы и обоснованы.

Диссертационная работа соответствует Паспорту специальности ВАК Министерства образования и науки Российской Федерации 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» – : Формирование эффективной системы проектного финансирования (п. 3.22). Структура и взаимосвязь механизма финансового взаимодействия государства и корпоративных финансов в рыночных условиях (п. 3.12).

Тема диссертации соответствует заявленной научной специальности.

При написании диссертации соискатель дает ссылки на авторов и источники, откуда им заимствованы материалы или отдельные результаты, в

том числе на свои работы, в которых отражены основные результаты исследования Малицкой Е.А. Оформление диссертации соответствует требованиям, устанавливаемым Министерством образования и науки Российской Федерации.

В целом, диссертация Е.А. Малицкой по своему теоретическому уровню, научной новизне и практическому значению является научно-квалификационной работой, в которой на основании выполненных автором исследований разработаны теоретические положения, совокупность которых можно квалифицировать как научное достижение. Работа удовлетворяет требованиям «Положения о порядке присуждения ученых степеней» (утверждено постановлением Правительства Российской Федерации от 24 сентября 2013 г. № 842), предъявляемым к диссертациям на соискание ученой степени кандидата наук, а ее автор, Малицкая Екатерина Александровна, заслуживает присуждения искомой ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.10 - Финансы, денежное обращение и кредит.

Зав. кафедрой финансового менеджмента,
Факультет государственного управления,
МГУ имени М.В. Ломоносова,
д.э.н., профессор



Bobyleva

А.З. Бобылева

Подпись руки А.З. Бобылевой

Александров О.Р.

Адрес организации:

119991, Москва, Ломоносовский проспект, д. 27, корпус 4.
Телефон: +7 (495) 939-53-38
Факс: +7 (495) 939-27-83
E-mail: office@spa.msu.ru
E-mail: Bobyleva@spa.msu.ru
тел.: (495) 939-11-01