

## ОТЗЫВ

**официального оппонента д.э.н., профессора Никоновой И.А.  
 на диссертационную работу Шалагина М.Ю. на тему  
 «Разработка модели оценки эффективности инвестиционных  
 проектов в условиях нестационарной экономики», представленную на  
 соискание ученой степени кандидата экономических наук по  
 специальности**

**08.00.13 – «Математические и инструментальные методы экономики»**

Реализация инвестиционных проектов является важнейшим драйвером не только развития российской экономики, но и ее поддержания, особенно в условиях глобальных кризисов. Значительные капиталовложения, необходимые для восстановления экономики в условиях кризисов, для решения социально-экономических стратегических задач, требуют непрерывного совершенствования методологии оценки и мониторинга эффективности инвестиционных проектов. Этим обусловлена актуальность диссертационного исследования Шалагина М.Ю. и его место в исследованиях, проводимых научной школой оценки эффективности инвестиционных проектов под руководством Лившица В.Н.

Работа включает введение, 4 главы, заключение (общий объем 106 стр.).

**Во введении** обоснована актуальность исследования, сформулирована его цель, задачи и положения научной новизны.

Как известно, цели оценки экономической эффективности инвестиционных проектов (далее - ИП) различные на разных стадиях жизненного цикла ИП. На прединвестиционной стадии цель инициатора проекта - показать в бизнес-плане привлекательность проекта в целом без учета источников финансирования и возможной компании-исполнителя проекта. На этапе поиска будущих провайдеров финансирования проекта каждый из них проводит оценку эффективности проекта с целью определения целесообразности и формы своего участия в проекте при различных схемах финансирования и организации выполнения проекта. Т.е. каждый потенциальный участник проекта рассчитывает эффект, который может получить при той или иной форме своего участия в проекте. На инвестиционной и эксплуатационной стадиях оценка экономического эффекта проводится с целью мониторинга соответствия фактического эффекта расчетному как для каждого провайдера финансирования (акционера, кредитора), так и для компании-исполнителя проекта по показателям прироста

рыночной стоимости компании-исполнителя, акционера/ов или кредитора/ов и в целом вклада проекта в ВВП или ВРП.

Поэтому так важна четкая постановка в диссертационной работе целей и задач оценки ИП – на какой стадии жизненного цикла проекта и в чьих интересах она проводится. Это определяет вид и структуру используемого для расчетов денежного потока, вид ставки дисконтирования и связь оценки проекта с оценкой бизнеса компании-исполнителя.

При постановке задачи оценки эффективности ИП важно учитывать и особенности самого ИП: длительность его ЖЦ, относится ли проект к коммерческим, т.е. обладающим потенциалом создания добавленной стоимости, включен ли проект в список национальных или приоритетных с региональной точки зрения и т.д.

Соответствующие положения должны были быть отражены во введении диссертации, при формулировке цели и задач исследования.

Анализ работы показывает, что автор не всегда четко ставит задачу оценки эффективности ИП, не полностью разделяя понятия «подход», «модель», «метод», «механизм», «алгоритм», что иногда размывает цель и предмет исследования.

Именно из-за того, что цель исследования звучит по-разному во введении и заключении, иногда сложно найти соответствие научных результатов работы автора поставленным задачам исследования.

**Объект** исследования сформулирован как «процессы принятия инвестиционных решений по итогам оценки показателей эффективности инвестиционных проектов в условиях нестационарной экономики». Фактически объект исследования автора – ИП, причем определенного типа, т.е. коммерческий, способный создавать добавленную стоимость при его реализации. Соответственно, разработки автора имеют вполне четкую область и возможности применения.

**Предмет** исследования сформулирован как «совокупность основных методов, моделей, механизмов и инструментов оценки эффективности реализации инвестиционных проектов в условиях нестационарной экономики». На мой взгляд, было бы целесообразно несколько сузить (локализовать) предмет исследования.

**В первой главе** диссертационной работы «**Анализ существующих инструментов оценки эффективности инвестиционных проектов**» рассмотрены применяемые критерии оценки эффективности инвестиционных проектов, способы расчета ставки дисконтирования и способы учета инфляции.

Автор в основном рассматривает критерий NPV (на 1 стр.), приводит модели ставки дисконтирования без анализа условий и ограничений их

использования (7 стр.), подходы к учету инфляции (4 стр.), учету рисков (2 стр.). Сформулирована упрощенная постановка задачи оценки проекта с 1 инвестором, который «может привлекать кредит, если собственных средств для реализации проекта не хватает».

**Главный недостаток – не полное соответствие содержания главы ее названию:** инструменты оценки сведены к рассмотрению одного критерия, не проведен анализ связи критериев оценки проекта с критериями оценки бизнеса, отсутствует анализ современных зарубежных инструментов и методов оценки эффективности ИП. Написано достаточно поверхностно, не всегда корректны ссылки на таблицы (1.4.), формула 1.1. отражает не доходность портфеля, а прирост его стоимости за шаг, формулы не пронумерованы.

**Во второй главе «Анализ основных показателей эффективности и оценка ставки дисконтирования для проекта на основе модели САРМ»** представлена модель оценки эффективности проекта для инвестора по критериям NPV и NFV, показана универсальность этих показателей. Предложен универсальный показатель оценки эффективности ИП. Разработан алгоритм расчета ставки дисконтирования на основе модели САРМ в зависимости от величины заемного капитала в проекте, определены условия применимости показателя WACC в российских условиях, представлены примеры расчетов.

Вторая глава частично носит обзорный характер и дополняет содержание 1 главы в части именно подходов к оценке ИП. Однако в силу отсутствия ссылок на источники (как российские, так и зарубежные) не могу согласиться с выводом автора, что задачи «оценки проектов в первую очередь решались для фирмы с бесконечным временем существования фирмы» (стр. 26).

Структура денежных потоков (табл.2.1.) требует уточнения (амortизация, дивиденды акционеров, «накопленные субсидии») и желательно приведения в соответствие с практическими методическими материалами. Параметр N, принятый автором одинаковым при расчетах FCF и финансового CF, требует дополнительного обоснования.

Автор повторно рассматривает модель САРМ, теперь как базовую (2.2.) для портфеля активов проекта. Как известно классическая модель САРМ позволяет рассчитать ожидаемую инвестором доходность вложений в акции конкретной компании в конкретных рыночных условиях. Автор смело, но без необходимого доказательства заменяет все составляющие формулы, относящиеся к акциям конкретной компании, на аналогичные для портфеля активов проекта. Непонятно, что автор понимает под портфелем активов проекта (проект может делать компания исполнитель с имеющимися уже на начало реализации проекта своими активами и обязательствами), доходностью

рыночного портфеля, портфель ценных бумаг компании автор отождествляет с портфелем ее активов (что является очень сильным допущением, о чём автор не упоминает) (стр.36).

Автор таким образом считает ставку дисконтирования для проекта в целом  $R$  по модели CAPM для «портфеля активов проекта» (формула 2.3.), а ставку дисконтирования для оценки рыночной стоимости собственного капитала «проекта»  $Rs$  на основе  $R$  по формуле 2.10. Условность рассуждений автора связана именно с недостаточно четкой постановкой задачи – на какой стадии ЖЦ проекта и в чьих интересах проводится оценка эффекта проекта. Формулы 2.7.и 2.8. соответствуют оценке (в терминах теории оценки бизнеса) рыночной стоимости акционерного капитала с учетом денежного потока к акционерам и приведенной стоимости доходов кредитора (рыночной стоимости капитала кредитора, использованного в проекте). Только в случае проектного финансирования и создания для реализации проекта новой проектной компании денежные потоки проекта и компании будут совпадать и соответственно совпадать понятия собственного капитала проекта и проектной компании. В формуле 2.7. параметр  $N$  принят одинаковым для всех денежных потоков проекта (операционного, инвестиционного и финансового), однако на практике расчеты по долговому финансированию могут выходить за жизненный цикл проекта, ограниченный, как известно, моментом достижения цели проекта.

Таким образом, параграф 2.2 – Расчет ставки дисконтирования – не позволяет увидеть точную рекомендацию автора о формулах расчета ставки дисконтирования для решения различных задач оценки эффекта проекта на разных стадиях его жизненного цикла.

Параграф 2.3. «Некоторые исходные данные для оценок. Российские особенности. Результаты расчетов.» содержит условные примеры расчета несопоставимых показателей: NPV собственных средств проекта (?) по алгоритму расчета 1 главы (хотя в ней только обзор классического показателя NPV и модели CAPM и нет конечной авторской формулы расчета NPV), NPV собственных средств проекта (?) с постоянной ставкой дисконтирования 10% и стоимости собственных средств проекта методом APV. Анализ результатов расчетов вынесен в параграф 2.6. и 4.3, что затрудняет анализ научной новизны расчетов автора. В частности в 2.6. автор с использованием построения функции полезности и гиперплоскости бюджетных ограничений доказывает, почему расчет методом APV дает наименьший результат. Трудно этот вывод отнести к научной новизне работы.

Параграфы 2.4. и 2.5. посвящены изложению показателей NPV и NFV и доказательству их универсальности и могли бы быть объединены, а лучше бы правильно согласованы с содержанием других глав. Нельзя не отметить

некоторой присущей автору небрежности в использовании экономических терминов: «денежный поток кладется на «обобщенный депозит...»», «...процент от вложения доходов проекта...», в формуле 2.27. (условие финансовой реализуемости проекта) не указан вид потока, отсутствует учет фактора времени, не учитывается система применяемых на практике коэффициентов покрытия.

**В третьей главе «Влияние нестационарности экономики на расчет показателей эффективности»** представлена модифицированная модель оценки эффективности проекта для инвестора в условиях отсутствия развитого рынка капитала, обосновано использование показателей RNPV, RNFV и FMRR, сформулированы условия, когда показатели NPV и NFV искажают результаты оценки эффективности инвестиционных проектов.

Поскольку показатель RNPV и влияние нестационарности на показатели эффективности проектов предложены Лившицем В.Н. в работах [1,8 и др.], а автор диссертации приводит в 3.1. формулы и текст из [1], неясен вклад автора в исследование нестационарности российской экономики на оценку проектов.

Приведенный метод расчета (формула 3.24) рыночной стоимости акций компании с выделением стоимости, создаваемой имеющимися активами компании (*assets in place*), и дополнительной стоимости, которую может создать портфель проектов компании в будущем, не нов, но требует при его использовании указания четких ограничений и допущений.

**В четвертой главе «Расчет ставки дисконтирования в условиях нестационарной экономики»** автор модифицировал алгоритм расчета ставки дисконтирования для расчета показателей RNPV и RNFV, выполнены сравнительные расчеты.

В параграфе 4.1. повторно излагается материал по ставке дисконтирования из 1 и 2 глав (1.2., 1.3., 1.5., 2.2., табл.4.1 со стр.29 2 главы).

Повторяется описание подхода автора к использованию модели CAPM для оценки доходности вложений в портфель активов проекта. Не ясно, как оценивать показатель доходности рыночного портфеля активов проекта. Отсутствуют методические рекомендации автора по заданию ставки обобщенного депозита, расчету ставок дисконтирования для оценки проекта в целом на прединвестиционной стадии жизненного цикла и ставок дисконтирования при оценке эффекта проекта для потенциального или действующего акционера, кредитора, любого другого участника проекта (страховой компании, государства, региона и др.).

В параграфе 4.2. повторение текстов из глав 1 и 2.

Нельзя без уточнения стадии ЖЦ проекта и типа компании-исполнителя использовать показатель WACC (даже с учетом особенностей российского

налогового законодательства) для оценки эффекта проекта в целом (формула 4.12).

Параграф 4.3. на 1 стр. повторяет рассуждения автора о применении модели САРМ для расчета показателя RNPV, но в общих словах.

**В заключении** представлены основные выводы и результаты исследования.

Проведенный анализ диссертационной работы Шалагина М.Ю. на тему «Разработка модели оценки эффективности инвестиционных проектов в условиях нестационарной экономики» показывает, что в работе есть необходимое приращение научных знаний в области совершенствования методов и критериев оценки экономической эффективности инвестиционных проектов в российских условиях.

К результатам исследований автора, имеющим научную новизну, можно отнести следующие:

- построена модель оценки эффективности проекта для инвестора, и определен универсальный критерий эффективности проекта (формулы 2.30.-2.34), не зависящий от предпочтений инвестора;

- обосновано, что оценка эффективности проекта по косвенному методу APV (Adjusted Present Value / Скорректированная приведенная стоимость) является оценкой эффекта проекта «снизу»;

- показана целесообразность использования в работе прямых методов оценки эффективности, основанных на выделении денежных потоков участников, так как они позволяют проверять условие финансовой реализуемости и рассчитывать показатели эффективности для каждого конкретного участника;

- модифицирована модель оценки эффективности для инвестора по критериям RNPV/RNFV;

- модифицирован алгоритм расчета ставки дисконтирования при использовании критериев RNPV/RNFV.

Замечания редакционного характера:

- некорректное использование терминов: «ставка дисконта» вместо «ставка дисконтирования», «доходность проекта», денежный поток без указания вида, недействующего термина «ставка рефинансирования»;

- использование ненаучных выражений типа «риск – это то, что считают риском сами инвесторы» (стр.25), «свободные средства (эффекты, чистые доходы) проекта вкладываются, названия отдельных параграфов (1.1.,1.3.,2.3., 3.2.,3.3.,4.1.) носят весьма ненаучный характер,

- имеются повторы текста (в частности, в 3 главе из главы 2, из источника [1]),

- в списке источников недостаточно выверен, есть повторы работ, а источник 75 не относится к работам первого оппонента. В обзорных разделах диссертации приводятся ссылки в основном на работы Лившица В.Н. и представителей его школы, и лишь на некоторые зарубежные.

### **Общее заключение о соответствии диссертации требованиям Положения о присуждении ученых степеней**

Полученные автором научные результаты, несмотря на отмеченные недостатки, позволяют сделать вывод, что содержание диссертации соответствует требованиям, предъявляемым к кандидатским диссертациям по экономическим наукам в соответствии с Положением о присуждении ученых степеней, утвержденного Постановлением Правительства Российской Федерации от 24 сентября 2013 г. № 842, паспорту специальности 08.00.13 - «Математические и инструментальные методы экономики», автореферат раскрывает содержание диссертационной работы, а диссертант Шалагин Михаил Юрьевич заслуживает присвоения ему ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.13 – «Математические и инструментальные методы экономики».

#### **ОФИЦИАЛЬНЫЙ ОППОНЕНТ**

Никонова Ирина Александровна,  
 доктор экономических наук  
 (докторская диссертация защищена по специальности 08.00.10),  
 профессор,  
 профессор кафедры экономики и финансов предприятий  
 и отраслей АНО ВО «Международный банковский  
 институт имени Анатолия Собчака»



Адрес: Автономная некоммерческая организация высшего образования «Международный банковский институт имени Анатолия Собчака», 191023, Санкт-Петербург, Невский пр., 60.  
 Тел.: +7 812 570-55-76, эл. почта: [ibispb@ibispb.ru](mailto:ibispb@ibispb.ru)