

ЗАКЛЮЧЕНИЕ ДИССЕРТАЦИОННОГО СОВЕТА Д 002.073.06,
СОЗДАННОГО НА БАЗЕ ФЕДЕРАЛЬНОГО ГОСУДАРСТВЕННОГО УЧРЕЖДЕНИЯ
«ФЕДЕРАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ ЦЕНТР «ИНФОРМАТИКА И
УПРАВЛЕНИЕ» РОССИЙСКОЙ АКАДЕМИИ НАУК»,
ПО ДИССЕРТАЦИИ НА СОИСКАНИЕ УЧЕНОЙ СТЕПЕНИ КАНДИДАТА НАУК

аттестационное дело № _____

решение диссертационного совета от 21 декабря 2020 г. № 11

О присуждении Шалагину Михаилу Юрьевичу, гражданину Российской Федерации, ученой степени кандидата экономических наук.

Диссертация «Разработка модели оценки эффективности инвестиционных проектов в условиях нестационарной экономики» по специальности 08.00.13 – «Математические и инструментальные методы экономики» принята к защите «19» октября 2020, протокол №9, диссертационным советом Д 002.073.06, созданного на базе федерального государственного учреждения «Федеральный исследовательский центр «Информатика и управление» Российской академии наук» (ФИЦ ИУ РАН), 119333, Москва, ул. Вавилова, д. 44, корп. 2, приказ Министерства науки и высшего образования Российской Федерации № 1138/нк от 2 декабря 2019 г.

Соискатель – Шалагин Михаил Юрьевич, 1989 года рождения, гражданин Российской Федерации. В 2011 году окончил бакалавриат, а в 2013 году магистратуру Московского физико-технического института (Государственного Университета) по специальности «Прикладные математика и физика». В 2013 – 2016 гг. обучался в аспирантуре Института системного анализа Российской академии наук.

До сентября 2020 году занимал должность руководителя проекта в Государственной корпорации по атомной энергии «Росатом» в Департаменте управления инвестиционной деятельностью и Управлении поддержки новых бизнесов. С сентября 2020 года и по настоящее время занимает должность экономиста в московском филиале корпорации Дегольер энд Макнотон и занимается аудитом нефтегазовых запасов.

Диссертация выполнена в Федеральном исследовательском центре «Информатика и управление» Российской академии наук» (ФИЦ ИУ РАН).

Научный руководитель – Орлова Елена Роальдовна, доктор экономических наук, профессор, зав. отделом «Информационные технологии оценки эффективности инвестиций» ФИЦ ИУ РАН.

Официальные оппоненты:

1. Никонова Ирина Александровна - профессор кафедры экономики и финансов предприятий и отраслей Международного банковского института, доктор экономических наук, профессор.

2. Мызникова Марина Николаевна - доцент кафедры менеджмента в энергетике Инженерно-экономического института НИУ «МЭИ», кандидат экономических наук, доцент,

дали положительные отзывы на диссертацию.

Ведущая организация – Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение высшего образования «Московский государственный технический университет имени Н.Э. Баумана (национальный исследовательский университет)» (МГТУ им. Н.Э. Баумана), в своем положительном отзыве, подписанном Дрогозовом Павлом Анатольевичем, доктором экономических наук, профессором, заведующим кафедрой предпринимательства и внешнеэкономической деятельности, и утвержденном Коробцом Борисом Николаевичем, доктором технических наук, доцентом, первым проектором по научной работе и стратегическому развитию, отметила, что диссертация Шалагина М.Ю. является самостоятельной и завершенной научно-квалификационной работой, содержит решение научной задачи, имеющей значение для развития математических и инструментальных методов экономики.

В отзыве отмечен ряд недостатков, в частности, указано на то, что при исследовании существующих способов расчета ставки дисконтирования, автор ограничивается кратким изложением моделей САРМ, WACC, Фамы-Френча, Кархарта, Гордона. Для более полного представления результатов анализа существующего экономико-математического аппарата соискателю следовало дать выводы по ограничениям и рациональным границам применения рассматриваемых моделей применительно к специфике исследуемых в диссертации условий нестационарной экономики.

Указано, что, новым системообразующим научным результатом соискателя является вывод универсального критерия коммерческой эффективности. На этом результате строится основная часть диссертационного исследования, однако он раскрывается только в параграфе 2.5 и явным образом в качестве ключевого положения не выделен.

Макроэкономические параметры, использованные соискателем в параграфах 2.3, 4.2 и 4.3 для выполнения расчетов по разработанным моделям не учитывают шоковые воздействия на экономику последних лет, обусловленные такими феноменами, как валютный кризис в России (2014-2015 гг.) пандемия COVID-19 (2020 г.). Представляется целесообразным выполнить верификацию предложенных моделей на новых макроэкономических данных. Кроме того, следует рекомендовать автору в перспективе провести анализ предложенных подходов при условии сближения российской нестационарной экономики и западных стационарных экономик.

В заключительной части диссертации в параграфе 4.3 автор приводит результаты сравнительных расчетов на основе предложенных в работе моделей и алгоритмов, однако не конкретизирует организации и характеристики инвестиционных проектов, для которых они были выполнены.

Выбор официальных оппонентов и ведущей организации обосновывается их компетентностью в области инвестиционного анализа, математических методов в экономике, моделирования процессов принятия решений в сложных социально-экономических системах.

Соискатель имеет 6 работ общим объемом 5,8 печатных листов (из них личный вклад автора – 4,7 п.л.), отражающих основное содержание диссертации, в том числе 5 работ в российских рецензируемых научных журналах и изданиях.

1. Шалагин М.Ю., Виленский П.Л. Анализ основных показателей и методов оценки эффективности инвестиционных проектов в условиях российской экономики // Аудит и финансовый анализ, 2015. № 4. С. 270-286. (личный вклад автора 1,05 п.л.). Перечень ВАК.

2. Шалагин М.Ю. О показателях эффективности в условиях нестационарной экономики // Аудит и финансовый анализ, 2017. №4. С. 333-341 (1 п.л.). Перечень ВАК.

3. Шалагин М.Ю. О расчете ставки дисконта в условиях нестационарной экономики // Труды ИСА РАН, 2018. №3 С. 107-116.(1,20 п.л.). Перечень ВАК.

4. Шалагин М.Ю. Об особенностях оценки эффективности инвестиционных проектов в российских условиях // Экономика и предпринимательство, 2019. №12. С. 643-650 (0,5 п.л.). Перечень ВАК.

5. Шалагин М.Ю., Виленский П.Л. Влияние величины заемного капитала на коммерческую эффективность инвестиционного проекта // Анализ, моделирование, управление, развитие экономических систем: Сборник научных трудов VIII Международной школы-симпозиума (АМУР-2014) (Севастополь, 12-21 сентября 2014). – Симферополь: ТНУ им. В.И.Вернадского, 2014. С. 353-354 (личный вклад автора 0,05 п.л.).

6. Шалагин М.Ю. Оценка тарифов за транспорт газа по магистральным газопроводам // Экономика энергетики как направление исследований: передовые рубежи и повседневная реальность: Сборник статей 1-ой научно-образовательной конференции ОЭПЭЭ/IAEE (Москва, 22-23 марта 2012). –М.: ИД ООО «Ваш полиграфический партнер», 2012. С. 63-69 (0,88 п.л.).

На автореферат поступило 4 положительных отзыва, которые подписали:

1. Бадалова А.Г., доктор экономических наук, профессор, профессор кафедры экономики и управления предприятием ФГБОУ ВО «МГТУ «СТАНКИН». Указано на отсутствие адресности применения разработанных автором моделей и методов. Следствием данного обстоятельства является затруднение решения организационных поросов применения полученных научных результатов, а также четкого определения их практической значимости.

2. Кошелев В.М., доктор экономических наук, профессор, заведующий кафедрой управления ФГБОУ РГАУ-МСХА имени К.А. Тимирязева. Алексанов Д.С., кандидат экономических наук, доцент кафедры управления ФГБОУ РГАУ-МСХА имени К.А. Тимирязева. Отмечено, что концентрируя внимание на методике оценки эффективности инвестиционных проектов с позиции инвестора, автор не пытается учесть влияние нестационарности экономики на показатели их финансовой реализуемости, а также на оценки

проектов с позиции «структур более высокого уровня» (общественная, региональная и отраслевая эффективность).

3. Хоменко Е.Б., доктор экономических наук, доцент, зав. кафедрой финансов, учета и математических методов в экономике ФГБОУ ВО «УдГУ». В качестве недостатка указано на некоторую обезличенность приведенных в автореферате примеров численной реализации разработанных методов и моделей, что не позволяет в полной мере проиллюстрировать практическую значимость полученных автором научных результатов.

4. Зайцев С.А., кандидат технических наук, декан факультета информационных технологий Московского университета им. С.Ю. Витте. Отмечено, что в изложении результатов работы, формирующих научную новизну, под пунктом 1 на с.3 автореферата читается некоторое противоречие, а именно «построена модель оценки эффективности проекта для инвестора, и на ее основе определен универсальный критерий эффективности проекта, не зависящий от предпочтений инвестора». Требуется пояснить, зачем и в каких случаях нужна модель для инвестора, на основе которой по предложенному критерию этот самый инвестор будет принимать инвестиционное решение, не учитывающее его собственное мнение. Либо конкретизировать: от предпочтений относительно каких именно аспектов желательно освободить критерий для инвестора.

Вызывает некоторое сомнение необходимость во введении автором терминологии (причем не совсем в явной форме), относительно «прямого» и «косвенного» метода оценки эффективности инвестиционных проектов. НЕ понятно, почему два этапа оценки называются «методами». Требуется пояснить, зачем понадобилось изменение названий. Причем введенные термины уже устойчиво применяются в сфере финансового моделирования и учета для обозначения прямого и косвенного способов формирования денежных потоков.

В п.3 говорится о неприменимости WACC в качестве ставки дисконтирования в условиях нестационарной российской экономики, и тут же в качестве аргументации приводится пример, что проект в отличие от фирмы имеет конечную продолжительность во времени. Однако, ограниченность во времени является фундаментальным системным свойством проекта, независимо от того, в какой экономике оцениваются реальные инвестиции.

Не вполне корректно представлена структура денежных потоков (табл. 1, с.6). Неверно выделение как отдельной составляющей «налоговой защиты», поскольку сокращение суммы корпоративного налога при возникновении процентных расходов и включение их в расчет налоговой базы происходит в процессе расчета данного налога.

Диссертационный совет отмечает, что на основании выполненных соискателем исследований:

1. Построена модель управления финансами для инвестора, и на ее основе сформулирован универсальный критерий коммерческой эффективности инвестиционного проекта, с помощью которых можно привести в соответствие целевое поведение инвестора и рассчитываемый коммерческий эффект от реализации проекта.

2. Проведен анализ возможных последствий несоответствия рассчитываемого эффекта от реализации коммерческого проекта и реального положения дел у инвестора. Представлены примеры ошибок, возникающих в результате этой несогласованности, и предложен способ их избежать, в том числе в условиях, когда в рамках нестационарной экономики получение требуемой ставки дисконтирования для инвестора не достижимо.

3. Проанализированы возможность и целесообразность применения косвенных методов оценки коммерческой эффективности проектов для инвестора в случае, когда стоимость привлечения заемного финансирования значительно выше ставок, характерных для стационарной экономики. Сформулирован критерий корректности применения косвенного метода на примере показателя APV (Adjusted Present Value).

4. Для оценки коммерческой эффективности проекта для инвестора решена проблема учета особенностей проектов, связанных с их конечной продолжительностью и переменной структурой финансирования (в отличие от фирмы).

5. В рамках решения задачи по определению ставки дисконтирования для проекта учтена особенность нестационарной экономики, связанная с периодическим изменением налогового законодательства, при этом исключено влияние правил расчета налоговой защиты.

6. Разработаны алгоритмы расчета ставок дисконтирования и показателей коммерческой эффективности инвестиционных проектов, соответствующие предложенной в работе модели и универсальному критерию эффективности инвестиционных проектов. Выполнены практические расчеты.

Теоретическая значимость исследования состоит в разработке модели поведения инвестора, формировании на ее основе универсального критерия коммерческой эффективности инвестиционного проекта, систематизации показателей эффективности проектов, разработке единой базы, обосновывающей показатели NPV/NFV и RNPV/RNFV с точки зрения поведения инвестора и модификации подходов к оценке ставки дисконта.

Значение полученных соискателем результатов исследования для практики заключается в том, что представленные в работе алгоритмы могут использоваться для выполнения практических расчетов оценки эффективности инвестиционных проектов. При этом представленный подход значительно упрощает интерпретацию полученных в ходе оценки эффективности инвестиционного проекта результатов для инвестора. В явном виде выделены предпосылки и критерии, позволяющие более аргументировано подходить к оценке эффективности проектов.

Также стоит отметить, что представленная в работе логика вывода универсального критерия эффективности инвестиционного проекта для инвестора наглядно демонстрирует связь между поведением инвестора и эффектом, который он может получить в результате реализации проекта. В этой связи результаты исследования могут использоваться также и в рамках преподавательской деятельности.

Оценка достоверности результатов исследования выявила, что обоснованность полученных результатов определяется тем, что диссертационная работа построена на проверяемых данных и фактах, базируется на методологическом обеспечении корректного моделирования денежных потоков проектов. Исследование согласуется с системными исследованиями, что подтверждается широким использованием в диссертационной работе трудов ведущих ученых.

Достоверность и обоснованность полученных научных результатов обеспечивается также системным подходом к научному исследованию, адекватностью авторской методологии и методов исследования ее цели и задачам.

Обоснованность научных положений и выводов подтверждается корректной постановкой целей и задач исследования; правильным выбором инструментов анализа; обобщением теоретических работ по теме исследования; всесторонним анализом проблемы; положительными результатами апробации диссертационного исследования.

Личный вклад соискателя состоит в самостоятельной постановке и последовательном решении задач исследования, реализации всех его этапов, участии в апробации результатов и самостоятельной подготовке научных публикаций. Лично соискателем:

- доведены до логического завершения модель поведения инвестора и вывод на ее основе универсального критерия оценки эффективности инвестиционного проекта для инвестора;

- сформулирован критерий, позволяющих оценить корректность применения косвенного методов оценки коммерческой эффективности проекта для инвестора;

- адаптированы модель поведения инвестора и универсальный критерий эффективности инвестиционного проекта для случая нестационарной экономики, когда у инвестора отсутствуют инструменты получения желаемой доходности - ставки дисконтирования. Предложены и проанализированы подходящие для этих целей показатели эффективности инвестиционных проектов;

- построены алгоритмы расчета ставки дисконтирования для проекта с учетом привлечения заемного финансирования в условия стационарной и нестационарной экономики, учитывающие изменчивость фискальной системы и отсутствие на рынке капитала требуемых ставок дисконтирования;

- выполнены и проанализированы сравнительные расчеты показателей эффективности;

- результаты и выводы апробированы в рамках курса «Инвестиционный анализ» для слушателей Высшей школы менеджмента НИУ ВШЭ, и при оптимизации инвестиционной программы «Первой архивной компании» (акты приложены к диссертации).

Таким образом, в диссертационной работе Шалагина М.Ю. реализуется комплексный подход к оценке коммерческой эффективности инвестиционных проектов, учитывающий поведение инвестора, и позволяющий рассчитывать ключевые показатели как для стационарной, так и для нестационарной экономики. Диссертация охватывает основные вопросы поставленных научных проблем и соответствует критерию внутреннего единства, что подтверждается наличием основной идейной линии, непротиворечивой методологической платформы, концептуальности и взаимосвязи выводов.

На заседании 21 декабря 2020 г. диссертационный совет пришел к выводу о том, что диссертация представляет собой научно-квалификационную работу, которая соответствует критериям, установленным Положением о порядке присуждения ученых степеней, утвержденным постановлением Правительства Российской Федерации от 24 сентября 2013 г. № 842, и **принял решение** присудить Шалагину Михаилу Юрьевичу ученую степень кандидата экономических наук.

При проведении тайного голосования диссертационный совет в количестве 16 человек, из них 8 докторов экономических наук по специальности рассматриваемой диссертации, участвовавших в заседании, из 16 человек, входящих в состав совета, проголосовали: «за» - 15, «против» - 1, недействительных бюллетеней - 0.

Председатель диссертационного
совета Д 002.073.06, д.э.н., профессор



В.Н. Лившиц

Ученый секретарь диссертационного
совета Д 002.073.06, к.э.н.

21.12.2020г.

М.П. Фролова

М.П. Фролова