

**ЗАКЛЮЧЕНИЕ ДИССЕРТАЦИОННОГО СОВЕТА 99.0.139.02,
СОЗДАННОГО НА БАЗЕ ФЕДЕРАЛЬНОГО ГОСУДАРСТВЕННОГО
БЮДЖЕТНОГО УЧРЕЖДЕНИЯ «НАУЧНО-ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ
ФИНАНСОВЫЙ ИНСТИТУТ МИНИСТЕРСТВА ФИНАНСОВ
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ»
И АВТОНОМНОЙ НЕКОММЕРЧЕСКОЙ ОРГАНИЗАЦИИ
ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ «МЕЖДУНАРОДНЫЙ БАНКОВСКИЙ
ИНСТИТУТ ИМЕНИ АНАТОЛИЯ СОБЧАКА»,
ПО ДИССЕРТАЦИИ НА СОИСКАНИЕ УЧЕНОЙ СТЕПЕНИ
ДОКТОРА НАУК**

аттестационное дело № _____
решение диссертационного совета от 20 февраля 2025 года №4

О присуждении **Цехомскому Николаю Викторовичу**, гражданину Российской Федерации, ученой степени доктора экономических наук.

Диссертация **«Развитие методологии смешанного финансирования инвестиционных проектов с участием государства»** по специальности 5.2.4. – Финансы принята к защите 14 ноября 2024 года, протокол заседания №3, диссертационным советом 99.0.139.02, созданным на базе Федерального государственного бюджетного учреждения «Научно-исследовательский финансовый институт Министерства финансов Российской Федерации» и Автономной некоммерческой организации высшего образования «Международный банковский институт имени Анатолия Собчака» (127006, г. Москва, Настасьинский переулок, д. 3, кабинет 403), приказ о создании диссертационного совета № 2232/нк от 29 ноября 2023 года.

Соискатель **Цехомский Николай Викторович**, 21 марта 1974 года рождения.

В период с января 2024 г. по ноябрь 2024 г. Цехомский Николай Викторович проходил научную стажировку по завершению подготовки диссертации на кафедре экономики, управления и предпринимательства Автономной некоммерческой организации высшего образования «Международный банковский институт имени Анатолия Собчака».

Цехомский Николай Викторович является кандидатом экономических наук, диссертация на тему «Экономическая безопасность в системе управления персоналом» по специальности 08.00.05 – Экономика и управление народным хозяйством (промышленность) была успешно защищена в 1999 году, решение

диссертационного совета К 063.63.03 при Санкт-Петербургской государственной инженерно-экономической академии от 22 июня 1999 года № 9 .

С 1995 года Цехомский Н.В. работал в АОЗТ «Эрнст энд Янг Внешаудит» в должности экономиста-аудитора, в 1998 году перешел из группы компаний (ГК) «Эрнст энд Янг» с должности эксперта-аудитора I категории в ГК «Брансвик Варбург» на должность главного бухгалтера, а затем в 1999 в ГК «Ренессанс Капитал» на должность финансового контролера, начальника финансового управления. В 2002 году Цехомский Н.В. перешел в ОАО «Мобильные телесистемы» где был финансовым директором, вице-президентом по финансам и инвестициям. В 2005 году стал старшим вице-президентом, членом правления ОАО «Внешторгбанк». С 2009 по 2011 гг. руководил ООО «Барклайс Банк» в качестве Председателя Правления. В 2012 году перешел в ОАО «Сбербанк России», где проработал до 2016 г. в качестве старшего вице-президента - директора Департамента финансов, члена правления. С 2016 года по настоящее время является первым заместителем председателя ВЭБ.РФ – членом правления ВЭБ.РФ.

Имеет правительственные и отраслевые награды.

Диссертация выполнена на кафедре экономики, управления и предпринимательства Автономной некоммерческой организации высшего образования «Международный банковский институт имени Анатолия Собчака».

Научный консультант – доктор экономических наук, профессор **Никитина Ирина Александровна**, профессор кафедры экономики, управления и предпринимательства Автономной некоммерческой организации высшего образования «Международный банковский институт имени Анатолия Собчака».

Официальные оппоненты:

Черненко Владимир Анатольевич, доктор экономических наук, профессор, Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение высшего образования «Балтийский государственный технический университет «ВОЕНМЕХ» им. Д.Ф. Устинова» (г. Санкт-Петербург), профессор кафедры Р4 «Экономика, организация и управление производством»;

Лещинская Александра Федоровна, доктор экономических наук, профессор, Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение высшего образования «Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова» (г. Москва), профессор кафедры финансов устойчивого развития;

Гуров Илья Николаевич, доктор экономических наук, доцент, Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение высшего

образования «Московский государственный университет имени М.В. Ломоносова» (г. Москва), заведующий кафедрой финансов и кредита, дали положительные отзывы на диссертацию.

Ведущая организация - Институт экономической политики имени Е.Т. Гайдара, г. Москва, в своем положительном заключении, подготовленном доктором экономических наук, руководителем научного направления «Макроэкономика и финансы» Труниным Павлом Вячеславовичем и утвержденном директором по научной работе, доктором экономических наук, доцентом Дробышевским Сергеем Михайловичем, указала, что диссертационная работа является актуальной и ориентированной на решение научной проблемы, имеющей важное социально-экономическое значение. Отмечено, что поддержание внутреннего спроса и развитие реального сектора экономики становятся важными задачами, решение которых в текущих условиях весьма актуальны. На решение этих задач направлены исследования автора, позволяющие искать решения по созданию специального направления («длинные деньги») в российской финансовой системе, представляющие собой целостную методологию – от концепции до примеров ее реализации.

Научные положения, выводы и результаты работы представляются достаточно обоснованными и достоверными. Подтверждением этому служит корректное использование общенаучных и специальных методов исследования. Выводы и рекомендации, содержащиеся в диссертационном исследовании Н.В. Цехомского, не вступают в противоречие с результатами фундаментальных и прикладных исследований, опубликованных в отечественной и зарубежной литературе по финансам, проектному финансированию, государственно-частному партнерству, социально-ориентированному инвестированию, и на этом основании могут считаться полными и достоверными.

Значимость полученных автором диссертации результатов обусловлена тем, что содержащиеся в работе положения, выводы и рекомендации развивают теорию смешанного (блендированного) проектного финансирования, дополняя теорию концептуальными подходами для условий, актуальных для России в настоящее время. Авторская концепция позволяет реализовывать крупные инвестиционные проекты (инвестиционные программы) в условиях недостаточности средств на основе блендирования финансов и дифференцированно использовать предложенные механизмы секьютеризации и государственной поддержки. Автором существенно расширена теоретическая база методологии программы «Фабрика проектного финансирования» для предпринимателей малого и среднего бизнеса.

Полученные автором результаты позволяют решить научную проблему по созданию специального направления («длинные деньги») в российской финансовой системе: разработанные автором методы показывают возможности долгосрочного финансирования проектов с государственным участием, направленных на достижение национальных целей развития РФ, в т.ч. достижение технологического и инфраструктурного суверенитета и повышения качества жизни населения.

Диссертационная работа представляет собой логически завершенную научно-квалификационную работу, соответствующую требованиям «Положения о присуждении ученых степеней», утвержденного постановлением Правительства РФ от 24.09.2013 г. № 842 (в действующей редакции от 13.03.23), предъявляемым к диссертациям на соискание ученой степени доктора наук с учетом требований 9-14 настоящего Положения. Автор работы Цехомский Николай Викторович заслуживает присуждения ученой степени доктора экономических наук по специальности 5.2.4 – Финансы.

Основные результаты исследования отражены в 44 научных и учебно-методических трудах, в том числе в 4 монографиях, 3 учебных пособиях, 21 статье в отечественных и международных научных изданиях, 17 из которых опубликованы в журналах, которые включены в Перечень рецензируемых научных изданий, рекомендованных Высшей аттестационной комиссией при Министерстве науки и высшего образования Российской Федерации для опубликования основных научных результатов диссертаций.

Основные результаты, полученные в диссертации, нашли применение в деятельности Министерства экономического развития России при разработке совместно с ВЭБ.РФ программы «Фабрика проектного финансирования», при доработке механизма Фабрики для реализации проектов, направленных на повышение качества жизни в городах, Правительства Российской Федерации при формировании федеральной программы по строительству современных школ (государственной программы Российской Федерации «Развитие образования»), при формировании федеральной программы комплексного развития городского электрического общественного транспорта (ГЭТ), при определении критериев приоритизации проектов для финансирования ВЭБ.РФ, при создании фондов акционерного капитала ВЭБ.РФ с крупнейшими коммерческими банками по поручению Президента Российской Федерации.

Материалы работы использованы ВЭБ.РФ при формировании Стратегий развития ВЭБ.РФ на 2017-2020 гг., на 2021-2024 гг., в настоящий момент в работе стратегия 2025-2030 гг.

В диссертации отсутствуют недостоверные сведения об опубликованных соискателем ученой степени работах.

Наиболее значительные научные работы по теме диссертации:

Монографии

1. Цехомский Н.В. Систематический риск в оценке стоимости и инвестиционном анализе: надежность международных источников // Стоимость собственности: оценка и управление в условиях турбулентности экономики: монография / под ред. М.А. Федотовой, Т.В. Тазихиной, И.В. Косоруковой. – М.: КНОРУС, 2024. – С. 55-75. – 21/0,3 п.л.

2. Цехомский Н.В. Развитие синдицированного финансирования инвестиционных проектов в РФ: фабрика проектного финансирования / Н.В. Цехомский, Д.В. Тихомиров – СПб.: Изд-во МБИ имени Анатолия Собчака. 2024. – 151 с. – 8,7/4,35 п.л.

3. Цехомский Н. В. Проектное финансирование развития городов: монография [Электронный ресурс] / Н.В. Цехомский. – СПб.: Изд-во МБИ имени Анатолия Собчака, 2024. – 237 с. – URL: https://www.elibrary.ru/download/elibrary_73728289_79306924.pdf – 10,0 п.л.

Публикации в рецензируемых научных изданиях, рекомендованных ВАК при Минобрнауки России:

4. Цехомский Н.В. Гудвилл и окупаемость инвестиций в М&А: итоги отчетности 2010-2020 гг. (методы анализа и текущее состояние) / Н.В. Цехомский, Д.В. Тихомиров // Известия СПбГЭУ. – 2021. – № 5 (131). – С. 44-53. – 0,58/0,3 п.л.

5. Цехомский Н.В. Гудвилл и окупаемость инвестиций в М&А: итоги отчетности 2010-2020 гг. (тенденции и выводы) / Н.В. Цехомский, Д.В. Тихомиров // Известия СПбГЭУ. – 2021. – № 6 (132). – С. 23-27. – 0,5/0,25 п.л.

6. Цехомский Н.В. Контрциклическое финансирование как инструмент стимулирования инвестиционной активности в России: обзор подходов / Н.В. Цехомский, Д.В. Тихомиров // Экономика и управление. – 2021. – № 12. – С. 932-942. – 0,8/0,4 п.л.

7. Цехомский Н.В., Тихомиров Д.В. Контрциклическое финансирование как инструмент стимулирования инвестиционной активности в России: специфические варианты структурирования / Н.В. Цехомский, Д.В. Тихомиров // Экономика и управление. – 2022. – № 1. – С. 16-24. – 0,6/0,3 п.л.

8. Цехомский Н.В. Финансирование участия в кредите: новый инструмент российского вторичного рынка синдицированного кредитования. Актуальные вопросы (часть 1) / Н.В. Цехомский, Е.И. Наумцева, В.А. Кудлай, А.Г. Буря // Банковское дело. – 2022. – №8. – С. 4-10. – 0,7/0,2 п.л.

9. Цехомский Н.В. Финансирование участия в кредите: новый инструмент российского вторичного рынка синдицированного кредитования. Актуальные вопросы (часть 2) / Н.В. Цехомский, Е.И. Наумцева, В.А. Кудлай, А.Г. Буря // Банковское дело. – 2022. – №9. – С. 30-38. – 0,9/0,23 п.л.

10. Цехомский Н.В. Оценка систематического риска в инвестиционном проекте: проблема определения / Н.В. Цехомский, Д.В. Тихомиров // Экономика и управление. – 2022. – Т. 28. – № 10. – С. 960–969. – 0,8/0,4 п.л.

11. Цехомский Н.В. Надежность определения систематического риска в анализе инвестиционной привлекательности проекта: эмпирический аспект / Н.В. Цехомский, Д.В. Тихомиров // Известия СПбГЭУ. – 2022. – № 5-2 (137). – С. 42-49. – 0,8/0,4 п.л.

12. Цехомский Н.В. Фабрика проектного финансирования: особенности механизма // Известия СПбГЭУ. – 2023. – № 3-1 (141). – С. 45-49. – 0,6 п.л.

13. Цехомский Н.В. Стимулирование реализации долгосрочных инвестиционных проектов: опыт Фабрики проектного финансирования / Н.В. Цехомский, Д.В. Тихомиров // Экономическое возрождение России. – 2023. – №3 (77). – С. 87-92. – 0,5/0,25 п.л.

14. Цехомский Н.В. Проблемы финансового сопровождения хозяйственных операций в условиях экономических санкций / Н.В. Цехомский, В.А. Плотников // Известия СПбГЭУ. – 2022. – № 6 (138). – С. 68-72. – 0,58/0,3 п.л.

15. Цехомский Н.В. Синдицированное финансирование инвестиционных проектов: сущность и особенности // Известия СПбГЭУ. – 2023. – № 1 (139). – С. 38-44. – 0,5 п.л.

16. Цехомский Н.В. Организация финансирования реализации крупных энергетических проектов // Известия СПбГЭУ. – 2023. – № 2 (140). – С. 27-33. – 0,34 п.л.

17. Цехомский Н.В. Проблемы инвестиционного обеспечения современного развития экономики в России // Экономика и управление. – 2021. – № 12. – С. 975-983. – 0,5 п.л.

18. Цехомский Н.В. Определение премии за акционерный риск в инвестиционном анализе проекта / Н.В. Цехомский, Д.А. Кутюрин, Д.В. Тихомиров // Известия СПбГЭУ. – 2023. – № 4 (141). – С. 39-48. – 1,16/0,3 п.л.

19. Цехомский Н.В. Эффективность инвестиций в приобретение бизнеса: итоги 2021-2022 г. / Н.В. Цехомский, Д.В. Тихомиров, Д.А. Русинов // Экономика и управление. – 2023. – Том 29. – № 10. – С. 1148-1163. – 2/0,4 п.л.

20. Цехомский Н.В. Концепция формирования конечной (блендированной) стоимости финансирования крупных инвестиционных проектов / Н.В. Цехомский // Ученые записки Международного банковского института. – 2024. №49 (3). – С. 252-265. – 0,8 п.л.

На диссертацию и автореферат поступили положительные отзывы из:

1) Федерального государственного бюджетного учреждения науки «Центральный экономико-математический институт Российской академии наук» (г. Москва) от директора, профессора Российской академии наук, члена-корреспондента Российской академии наук **Бахтизина Альберта Рауфовича**. Замечания: 1) на стр.13 указывается возможность финансирования проектов без участия финансовых посредников с помощью инструментов цифровых инвестиций. Данная идея представляется интересной и особенно актуальной в настоящее время, в том числе с учетом разрабатываемых государственных инициатив и законодательства в отношении цифровых активов за последние несколько лет, но подробно не раскрыта. Особенно интересен аспект влияния применения цифровых активов на итоговую стоимость привлечения проектного финансирования; 2) на стр. 19 рассматривается механизм «cash sweep», заключающийся в ускоренном погашении долга в период благоприятной рыночной конъюнктуры. Представляется, что подобная схема платежей может снизить доходность инициатора, не позволяя извлекать повышенные прибыли и дивиденды в благоприятные периоды. В связи с этим, требуется дополнительная оценка привлекательности расширенного инструмента Фабрики проектного финансирования с учетом вышеуказанного механизма для инициатора проекта;

2) Института «Высшая школа менеджмента» Федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего образования «Санкт-Петербургский государственный университет» от заведующего кафедрой финансов и учета, доктора экономических наук, профессора **Роговой Елены Моисеевны**. Замечания: 1) на стр. 14 автореферата автор говорит, что «Главным источником финансирования проектов от Децентрализованных финансовых источников являются коммерческие банки. Домохозяйства осуществляют свое инвестирование через финансовых посредников». Хотелось бы понять, какова роль финансовых рынков в финансировании проектов, в частности, потенциал облигационных займов. Механизм выпуска инфраструктурных облигаций достаточно широко используется в проектном финансировании как в России, так и за рубежом, однако автор не упоминает его; 2) предлагая и обосновывая подход к удешевлению стоимости финансирования за счет введения механизма раннего погашения займа, автор, судя по автореферату, не уделяет должного внимания организации мониторинга реализации проектов, что было бы уместно при таком подходе; 3) рассматривая на стр. 18 автореферата количественные показатели оценки проектов для разных категорий заинтересованных лиц, автор предлагает

для кредиторов в качестве единственного показателя DSCR (debt service coverage ratio) коэффициент покрытия долговых выплат. Как правило, при проектном финансировании используется также и показатель LLCR (loan life coverage ratio), коэффициент покрытия срока кредита, или его модификации. Представляется, что для долгосрочных проектов это достаточно важный показатель, требующий внимания. Хотелось бы узнать, почему автор не включил его в число рассматриваемых количественных показателей для кредиторов;

3) Федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего образования «Санкт-Петербургский государственный университет» от профессора кафедры теории кредита и финансового менеджмента, доктора экономических наук, профессора **Вороновой Натальи Степановны**. Замечания: 1) на стр. 13 автореферата говорится об участии негосударственных пенсионных фондов в финансировании инвестиционных проектов. Не будет ли участие таких финансовых посредников в финансировании крупных инвестиционных проектов противоречить установленным Банком России ограничениям на предельный риск инвестиций, осуществляемых негосударственными пенсионными фондами? 2) в исследовании рассмотрен вариант с предоставлением для финансирования проектов субсидии из средств Госкорпорации развития «ВЭБ.РФ» с последующей компенсацией со стороны государства. В то же время на стр. 22 автореферата предлагается установить по Траншу «Г» ставку в размере 0.1%. Не окажется ли при этом субсидия убыточной для «ВЭБ.РФ», если при последующей компенсации не будет учтен фактор временной стоимости денег?

4) Государственного автономного образовательного учреждения высшего образования Ленинградской области «Гатчинский государственный университет» от заведующей кафедрой управления социальными и экономическими процессами, доктора экономических наук, профессора **Заборовской Ольги Витальевны**. Замечания: 1) на стр. 12 указываются возможные участники смешанного (блендированного финансирования), при этом упоминается возможность финансирования со стороны некоммерческих организаций. Было бы полезно раскрыть, какие именно некоммерческие организации могут принимать участие в реализации проектов и в чем будет рациональность; 2) на стр. 18 указывается, что наиболее важным показателем для финансовых институтов является индикатор DSCR, при этом не упоминается, какой именно DSCR, средний или минимальный, является целевой метрикой для финансовых институтов;

5) Федерального государственного бюджетного образовательного

учреждения высшего образования «Кемеровский государственный университет» от заведующего кафедрой экономической теории и государственного управления, доктора экономических наук, доцента **Федуловой Елены Анатольевны**. Замечания: 1) на стр. 17 в качестве количественных индикаторов для государства предлагаются бюджетная эффективность и рост ВВП, оценка социальных эффектов, а также предельный эффект государственной поддержки на показатели проекта. Будет правильно более подробно раскрыть методику расчета оценки социальных эффектов и предельного эффекта государственной поддержки; 2) на стр. 19 упоминается, что благодаря механизму cash sweep возможно удешевление стоимости заимствований, т.к. банки будут оценивать проект, как менее рискованный, и требования по резервированию будут ниже. Может ли механизм cash sweep учитываться в нормативных документах ЦБ, регламентирующих обязательные резервы по кредиту?

б) Федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего образования «Санкт-Петербургский государственный университет промышленных технологий и дизайна» от заведующего кафедрой экономики и финансов, Заслуженного экономиста РФ, доктора технических наук, профессора **Никитиной Людмилы Николаевны**. Замечания: к замечаниям, которые неизбежны в любой работе, можно отнести недостаточно подробное описание рисунков – рисунок 2 (стр. 16), который иллюстрирует категории инвестиционных проектов и уровни рисков, рисунки 16, 17 (стр.37, 38), которые иллюстрируют результаты внедрения социально-значимых проектов, что можно объяснить ограниченным объемом автореферата;

7) Федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего образования «Санкт-петербургский государственный экономический университет» от профессора кафедры финансов, доктора экономических наук, доцента **Моруновой Галины Владимировны**. Замечания: 1) на стр. 13 упоминается, что главным источников финансирования со стороны децентрализованных источников являются коммерческие банки. В международной практике коммерческие банки не играют существенной роли в финансировании долгосрочных проектов, а особенности российской финансовой системы не до конца раскрыты в автореферате; 2) на стр. 30-32 предлагается механизм реализации проектного финансирования для малых и средних предприятий. Хотя данная идея представляется перспективной, неясен механизм привлечения малых и средних предприятий в данную программу;

8) Федерального государственного автономного образовательного учреждения высшего образования «Южно-Уральский государственный

университет (национальный исследовательский университет)» (г. Челябинск) от доктора экономических наук, доцента **Довбий Ирины Павловны**. Замечание: 1) в автореферате не уделено внимание мировому опыту синдицированного финансирования на принципах ESG при финансировании технологических и социальных проектов, а также не нашли отражение вопросы управления рисками, связанными с глобальной климатической повесткой. Оценка мировых практик и мировой политики сферы «устойчивых» финансов позволила бы расширить видение этапов и направлений развития смешанного финансирования в России;

9) Федерального государственного автономного образовательного учреждения высшего образования «Санкт-Петербургский государственный университет аэрокосмического приборостроения» от проректора по развитию университетского комплекса, доктора экономических наук, доцента **Пешковой Галины Юрьевны**. Замечания: 1) на стр. 15 рассматриваются отрасли реализации социально-значимых и стратегических проектов, при этом не указываются отрасли некоммерческих и рыночных проектов. Это придает некоторую неполноту излагаемым результатам; 2) на стр. 17 среди возможных рисков разных типов проектов для социально-значимых моделей упоминается риск негативного восприятия концессионной инфраструктуры со стороны населения. Для лучшего понимания было бы полезно уточнить факторы такого риска (причины негативного отношения со стороны населения). Понимание источников угроз позволяет предложить эффективные способы их нейтрализации;

10) Федерального государственного автономного образовательного учреждения высшего образования «Севастопольский государственный университет» от заведующего кафедрой финансов и кредита, доктора экономических наук, профессора **Посной Елены Анатольевны**. Замечания: 1) на стр. 17 предлагается в качестве метрики доходности использовать модифицированный IRR (MIRR). В качестве аргументации приводится его большая точность. MIRR, при этом, требует больше данных для расчета и представляется, что было бы целесообразным указать это в качестве его недостатка; 2) на стр. 22 при рассмотрении Транша Г предлагается установить ставку процента по нему в размере 0,1%. Учитывая сложную экономическую ситуацию, возникают опасения относительно возникновения излишних убытков для ВЭБ.РФ, т.к. ставка процента заведомо не рыночная;

11) Федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего образования «Псковский государственный университет» от профессора кафедры экономики, финансов и финансового права, доктора

экономических наук, профессора **Николаева Михаила Алексеевича**. Замечания: 1) автор не рассматривает возможности многоканального финансирования значимых инвестиционных проектов, поскольку, как следует из текста автореферата, речь идет только ВЭБ.РФ, что снижает совокупные возможности страны; 2) не вполне ясно, как рассчитывается коэффициент стратегической значимости инвестиционного проекта с точки зрения государства (с.14);

12) Федерального государственного автономного образовательного учреждения высшего образования «Санкт-Петербургский государственный политехнический университет Петра Великого» от профессора Высшей школы сервиса и торговли Института промышленного менеджмента, торговли и экономики, доктора экономических наук, доцента **Пироговой Оксаны Евгеньевны**. Замечания: 1) в качестве примера автор приводит кейс – Проектное финансирование строительства завода по производству метанола и природного газа (с.25-20). Осталось неясным, положительные эффекты достигаются только в данном случае, или предложенный автором инструментарий имеет универсальный характер; 2) недостаточно четко определена сущность оценки социального эффекта (рисунок 15, с. 37).

Выбор официальных оппонентов обосновывается тем, что они соответствуют п. 22 «Положения о присуждении ученых степеней», утвержденного Постановлением Правительства Российской Федерации от 24 сентября 2013 г. №842, являются признанными специалистами в области финансов, обладают научным опытом в области проблематики диссертации. Оппоненты имеют соответствующие публикации в журналах, входящих в перечень рецензируемых научных изданий, и дали свое согласие на оппонирование диссертации.

Выбор ведущей организации основан на том, что она соответствует п. 24 «Положения о присуждении ученых степеней», утвержденного Постановлением Правительства Российской Федерации от 24 сентября 2013 г. №842, широко известна достижениями в соответствующей отрасли науки, дала свое согласие на рецензирование диссертации.

Диссертационный совет отмечает, что на основании выполненных соискателем исследований:

разработаны:

- новая научно обоснованная модель расширения и уточнения принципов рациональности в неоклассической теории инвестиций, использование которой позволяет эффективно модифицировать степень и роль участия государства в инвестиционной деятельности в зависимости от условий партнерства и целей

проекта наряду с коммерческими и некоммерческими организациями, а также обуславливает возможность прогнозирования и перспективного изменения поставленных целей для всех участников инвестиционных соглашений, исходя из процесса реализации проекта, выполнения задач и получения результатов на всех уровнях, включая соотнесение с национальными целями страны в долгосрочном периоде (стр. 25-67);

- концепция долгосрочного смешанного финансирования инфраструктурных проектов, предполагающая использование методов блендинга финансовых инструментов, а также децентрализации источников финансирования, позволяющая в среднесрочной и долгосрочной перспективах перейти на гибридную форму эмиссии финансовых продуктов для привлечения инвестиций, создавать мультиактивные фонды с расширенными возможностями по структурированию финансовых продуктов, развивать ко-брендинг и партнерские модели, ориентировать рыночные инструменты на получение устойчивых результатов и импакт-инвестирование. (стр.84-109);

- метод управления рисками проекта, значимость использования которого по сравнению с разработанными ранее заключается в обосновании необходимости и достаточности объемов мер государственной поддержки на основе объединения инструментов cash sweep и контрциклического финансирования, что позволяет обеспечить соответствующее задачам партнерского соглашения рациональное использование средств участников инвестиционного процесса при достижении ими поставленных целей (стр.151-170);

- методические рекомендации, развивающие возможности расширения принципов проектного финансирования для реализации стратегически значимых задач региональной и отраслевой политики, за счет структурирования новых форм синдицированного кредита и выделения транша, аккумулирующего в виде задолженности по льготной ставке суммы выплаченной субсидии за период действия синдицированного кредита до полного погашения прочих траншей, что обеспечивает возможность снижения нагрузки на государственный бюджет в период высокого значения ключевой ставки Банка России и в последующие периоды изменений (стр.185-193);

- инновационный механизм принятия решений при финансировании крупных проектов развития городов, основанный на опыте мастер-планирования развития территории и использующий соотношение показателей качества жизни населения (методика разработана при участии автора), оценки бюджетных и социальных проектов, что, в сочетании с разработанной в диссертационном

исследовании классификацией проектов для их реализации с использованием государственной поддержки, создает условия для существенного повышения эффективности расходования бюджетных средств (стр.215-255);

предложены:

- методический подход к категоризации инвестиционных проектов и выделению некоммерческих, социально значимых, стратегических и рыночных проектов, отличие которого заключается в использовании концепта риск-профиля, использующего в качестве классификационных признаков реестр рисков проекта и способность государства митигировать конкретные риски реестра (стр.128-139);

- трансформация механизма обеспечения фондирования в программе «Фабрика проектного финансирования» за счет размещения средств Фонда национального благосостояния в долговые обязательства Специализированного общества проектного финансирования «Фабрика проектного финансирования» по привлекаемым им облигационным займам, применение которого соответствует принципам создания Фонда национального благосостояния, целям расходования его средств и создает условия для интенсификации реализации проектов развития российской экономики (стр.174-182);

- группировка эффектов от реализации проектов, включая прямые эффекты для бюджета, бюджетные эффекты от партнерства с бизнесом, социальные эффекты от проекта, дополнительные налоговые эффекты, которые обоснованно использованы для развития инструментария оценки бюджетных и социальных эффектов от реализации инвестиционных проектов «Колеса качества жизни (КЖ)» (стр.235-257);

введены

- представление о специальном направлении «длинные деньги» в системе финансов, развитие которого будет способствовать достижению национальных целей РФ с использованием инструментария финансирования долгосрочных инвестиционных проектов, отличием которого является сопряжение содержательного описания направления с авторской концепцией смешанного финансирования (стр. 63);

- схема организации финансирования субъектов малого и среднего предпринимательства с применением механизма «Фабрики проектного финансирования» и «зонтичного» финансирования, использование которого позволяет осуществить координацию действий ВЭБ.РФ, кредиторов и корпорации малого и среднего предпринимательства в целях обеспечения субсидии на компенсацию роста ключевой ставки, кредитование и «зонтичное»

поручительство (стр.210-231).

Теоретическая значимость исследования обоснована тем, что:

- **доказана** целесообразность создания специального направления («длинные деньги») в системе российских финансов, основанного на принципе рациональности инвестиций, концепции формирования конечной (блендированной) стоимости, финансового инструментария и модели взаимодействия частных инвесторов с государством, что позволит существенно расширить спектр и повысить вероятность достижения долгосрочных национальных целей (стр.62-67);

- **применительно к проблематике диссертации использованы** результаты теоретических исследований отечественных и зарубежных ученых в области теории инвестиций и комплекс базовых методов проектного финансирования;

- **изложены** методические основы, определяющие возможность создания организационной и финансовой поддержки субъектам малого и среднего предпринимательства при реализации проектного финансирования;

- **раскрыты** механизмы увеличения объемов финансирования стратегически значимых проектов, в т.ч. за счет привлечения средств фонда национального благосостояния, механизмы возврата субсидии и повышения бюджетной эффективности для стратегически значимых проектов;

- **изучены** механизмы и инструменты финансирования крупных инвестиционных проектов и причинно-следственные связи при определении приоритетности (стратегической значимости) для государственного сектора инвестиционных проектов, направленных на развитие городов, территорий, агломераций;

- **проведена** модернизация методики оценки социальных и бюджетных эффектов, использующая понятие «Колесо качества жизни (КЖ)» и позволяющая разрабатывать рекомендации для дальнейшего развития территорий и повышения качества жизни населения.

Значение полученных соискателем результатов исследования для практики подтверждается тем, что:

- **разработан** и внедрен инструментарий программы «Фабрики проектного финансирования», включая методы секьюритизации финансирования и привлечения средств Фонда национального благосостояния, развития механизма ФПФ за счет моделирования вариантов хеджирования процентной ставки проекта с использованием вновь введенного возвратного транша «Г» и участия ВЭБ.РФ в капитале проектной компании;

- **определены** области практического использования проектного финансирования для малого и среднего бизнеса, что обеспечивает методическую поддержку принятия решений при формировании «зонтичных программ» органами регионального управления и мониторинга их исполнения;

- **создана** система практических рекомендаций по оценке социальных и бюджетных эффектов, апробированная на реально осуществленных проектах в городах, способствующая развитию методов планирования и мониторинга проектов и масштабирования лучших проектных практик;

- **представлены** методические рекомендации с пошаговой алгоритмизацией по оценке прямого или косвенного влияния инвестиционных проектов на качество жизни населения городов, а также актуализированные методы расчетов модельных рисков проекта, механизмы возврата субсидии и повышения бюджетной эффективности для стратегически значимых проектов, что показано на условном модельном кейсе и может быть применено государственными органами управления на реальных проектах, имеющих длительные жизненные циклы и требующие внушительных инвестиций для реализации.

Оценка достоверности результатов исследования выявила, что:

- теоретические положения, выводы и рекомендации, содержащиеся в диссертационном исследовании Н.В.Цехомского, основаны на глубоком и всестороннем изучении фундаментальных и прикладных исследований, опубликованных в отечественной и зарубежной литературе по финансам, проектному финансированию, государственно-частному партнерству, социально-ориентированному инвестированию, используемых в диссертационном исследовании со ссылкой на использованные источники в соответствии с п.14 Положения о присуждении ученых степеней;

- идея базируется на обобщении передового опыта осуществления проектного финансирования и введении в научный оборот методологии смешанного (блендированного) финансирования, раскрывающей целесообразность введения и возможности реализации направления длинных денег в целях финансирования крупных инвестиционных проектов, обеспечивающих достижение национальных целей РФ;

- использованы методы исследования, адекватные его цели и задачам, а именно системный подход, при этом комплексно применены диалектический, институциональный, сравнительный, ретроспективный, логический, экспертный методы, а также специальные методы: статистического анализа данных, функционального и структурного анализов, моделирования и прогнозирования,

специфические методы теории управления финансами, теории устойчивого развития, методы оценки социальной и экономической эффективности;

- установлено соответствие результатов, полученных автором диссертационного исследования, доминирующим трендам исследований в области проектного финансирования и теории инвестиций;

- использованы современные методики сбора и обработки информации: данные Федеральной службы государственной статистики РФ, Правительственной службы РФ, федеральных агентств и служб РФ, материалов ВЭБ.РФ, АНО «Национальный Центр ГЧП», Высшей школы экономики, Всемирного банка и других международных правительственных и неправительственных организаций, трудов отечественных и зарубежных ученых, опубликованные в печатных и электронных источниках, материалы международных и российских научно-практических конференций, справочников, аналитических обзоров и документов отечественных и зарубежных экспертных и исследовательских организаций.

Личный вклад соискателя состоит в

- включенном участии в разработке плана диссертационного исследования, формировании теоретических и методических задач и результатов диссертационного исследования, практико-ориентированных рекомендаций в области развития проектного финансирования;

- сборе, аналитической обработке и интерпретации статистических и аналитических данных по проблемам проектного финансирования и возможностях его развития для достижения целей всех участников инвестиционного процесса на национальном, региональном и отраслевом уровнях;

- разработке, апробации и внедрении прикладного финансового инструментария программы «Фабрика проектного финансирования», включая способы хеджирования рыночных рисков и оценки бюджетных и социальных эффектов инвестиционных проектов с использованием Индекса качества жизни ВЭБ.РФ (Индекс ВЭБ.РФ) и иных показателей достижения целей устойчивого развития (ЦУР), способствующего достижению этих целей;

- апробации результатов исследования на 14 международных и национальных конференциях, форумах и симпозиумах;

- подготовке 44 научных и учебно-методических трудов, общим объемом 111,97 п.л. (авторский вклад – 49,26 п.л.), в том числе 17 статей в журналах, которые включены в Перечень рецензируемых научных изданий, рекомендованных Высшей аттестационной комиссией при Министерстве науки и

высшего образования Российской Федерации для опубликования основных научных результатов диссертаций, общим объемом 12,66 п.л. (авторский вклад – 6,47 п.л.), 4 монографий, 3 учебных пособий, 21 статьи в других отечественных и международных научных изданиях.

Диссертация отражает и охватывает задачи, сформулированные автором для достижения поставленной цели, в работе сформированы и научно обоснованы методологические основы и научно-практический инструментарий развития системы долгосрочного смешанного финансирования для реализации приоритетных инвестиционных проектов с участием государства.

Представленная в диссертации авторская методология имеет научную новизну, включает набор теоретических положений, набор методов и согласованный инструментарий. Выводы автора взаимосвязаны и актуальны.

В ходе заседания диссертационного совета были заданы вопросы и высказаны критические замечания. В частности, доктор экономических наук, доцент **Пинская Миляуша Рашитовна** отметила, что в работе недостаточно полно раскрыто соотношение условий предоставления субсидий в рамках «Фабрики проектного финансирования» с действующим законодательством; необходимо пояснить, как измеряется стратегическая значимость, и зависит ли она от вида проекта. Соискатель **Цехомский Н.В.** пояснил, что концепция возврата субсидий будет дорабатываться, но в работе определены условия вычетов из налоговой базы по мере возврата субсидий, необходимые для этого изменения и согласования; оценка стратегической значимости проекта зависит от вида проекта, при этом используется «Колесо качества жизни» и «тепловая карта» территорий, но инструментарий оценки требует доработки, что будет учтено в последующих научных исследованиях.

Доктор экономических наук **Швандар Кристина Владимировна** попросила уточнить, не противоречат ли предложения соискателя по компенсации роста ключевой ставки политике Центрального банка; в чем новизна идеи участия государства в политике «длинных денег». Соискатель **Цехомский Н.В.** пояснил, что в концепции «Фабрики проектного финансирования» заложена инфляция на целевом уровне Центрального банка для реализации стратегически важных проектов, соответствующих национальным целям; новизна заключается в обосновании механизма превращения «коротких денег» в «длинные» за счет исключения процентного риска, что возможно только при участии государства, поскольку коммерческие банки предлагают короткий горизонт дюрации.

Доктор экономических наук, профессор **Ключников Игорь**

Константинович попросил уточнить вклад соискателя в теорию проблемы. Соискатель **Цехомский Н.В.** в своем ответе пояснил, что вклад в теорию инвестиций заключается в обосновании роли государства как полноценного участника долгосрочных проектов; вклад в теорию финансов заключается в разработке положений по финансированию крупных инвестиционных проектов с участием государства, таксономии оценочных показателей на основе стратегической значимости и рисков проекта, дифференцированных по источникам финансирования, новым является предложение по возврату субсидий, в том числе за счет налоговых поступлений.

Доктор экономических наук, профессор **Лебедева Марина Евгеньевна** отметила несомненную актуальность концепции «длинных денег», предложенной соискателем, подчеркнув важность решения проблем долгосрочного финансирования как для кредитных организаций, так и для предприятий реального сектора экономики. В качестве замечания ею высказано, что недостаточно четко прописана схема практической реализации концепции «длинных денег». В своем ответе соискатель **Цехомский Н.В.** пояснил, что основой практического применения концепции «длинных денег» является большой опорный спрос с учетом того, что итоговая стоимость проектов в условиях действующей ключевой ставки выше доходности проекта для акционеров, и в настоящее время условия по «Фабрике проектного финансирования» схожи с акционерными.

Соискатель **Цехомский Н.В.** ответил на заданные ему в ходе заседания вопросы и согласился с замечаниями, высказанными в ходе дискуссии.

На заседании 20 февраля 2025 года, протокол № 4, диссертационный совет 99.0.139.02 принял решение считать данную диссертационную работу научно-квалификационной работой, в которой на основании выполненных автором исследований разработаны теоретические и методологические положения развития проектного долгосрочного смешанного финансирования для реализации приоритетных инвестиционных проектов с участием государства, способствующие достижению национальных целей развития РФ, в т.ч. обеспечению технологического и инфраструктурного суверенитета и повышения качества жизни населения, что можно квалифицировать как решение научной проблемы, имеющей важное социально-экономическое и хозяйственное значение; присудить **Цехомскому Николаю Викторовичу** степень доктора экономических наук по специальности 5.2.4 – Финансы.

При проведении тайного голосования диссертационный совет в количестве 10 человек, из них 9 докторов наук по профилю рассматриваемой диссертации

(5.2.4 – Финансы), участвовавших в заседании, из 12 человек, входящих в состав совета, дополнительно введены на разовую защиту – 0 человек, проголосовал: за – 10, против – 0, недействительных бюллетеней – 0.

ПРЕДСЕДАТЕЛЬ

диссертационного совета 99.0.139.02

доктор экономических наук, профессор

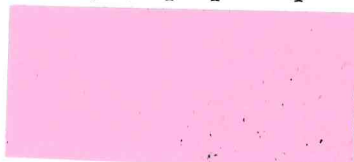


Ситова Мария Викторовна

УЧЕНЫЙ СЕКРЕТАРЬ

диссертационного совета 99.0.139.02

доктор экономических наук, профессор



Лебедева Марина Евгеньевна

20 февраля 2025 года