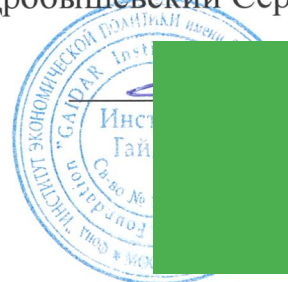


УТВЕРЖДАЮ

Директор по научной работе  
Института экономической политики имени Е.Т. Гайдара  
(Института Гайдара),  
доктор экономических наук, доцент  
Дробышевский Сергей Михайлович



\_\_\_\_\_ января 2025 г.

### ОТЗЫВ ВЕДУЩЕЙ ОРГАНИЗАЦИИ

Института экономической политики имени Е.Т. Гайдара (Института Гайдара)  
на диссертацию Цехомского Николая Викторовича  
на тему **«Развитие методологии смешанного финансирования  
инвестиционных проектов с участием государства»**,  
представленную на соискание ученой степени доктора экономических наук  
по научной специальности 5.2.4. «Финансы»

#### **Актуальность диссертационного исследования**

Экономическая политика России определяется ее национальными целями развития на период до 2030 г., среди которых безусловными приоритетами являются достижение технологического суверенитета страны и повышение качества жизни населения.

Несмотря на непростые условия последних лет – санкционные ограничения, проведение СВО - Российская Федерация показывает положительную динамику развития. Темпы роста в 3,5-4% в год позволили России уже сейчас выйти на 4-е место в мире по размеру ВВП по паритету покупательной способности, обойдя Японию. Такой рост объяснялся процессами импортозамещения, увеличением бюджетных расходов и инвестиционной активностью. Но эти импульсы роста подходят к концу, и в ближайшие 2-3 года ожидается замедление годовых темпов роста до 2-2,5%,

что в 3-4 раза выше, чем средние темпы роста экономики России за десятилетие перед СВО (0,6-0,7% в год). Причем, рост ожидается не на основе экспорта нефти и газа, а на основе внутреннего спроса и развития обрабатывающей промышленности.

Таким образом, поддержание внутреннего спроса и развитие реального сектора экономики становятся важнейшими задачами, решение которых в текущих условиях весьма актуальны.

Именно 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.

**Обоснованность и достоверность научных положений, выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертации, определяется теоретико-методологической основой исследования, корректным использованием общенаучных и специальных методов исследования, использованием достоверных данных.**

Цель, задачи и гипотеза исследования грамотно сформулированы, отражают логику исследования, способствуют структурированию работы.

В диссертационном исследовании применен 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.

Информационную базу исследования составляют данные, полученные из заслуживающих доверия источников, таких как Федеральная служба государственной статистики РФ, Правительственная служба РФ, федеральные агентства и службы РФ, материалы ВЭБ.РФ, АНО «Национальный Центр

ГЧП», Высшей школы экономики, Всемирного банка и других международных правительственных и неправительственных организаций, труды отечественных и зарубежных ученых, опубликованные в печатных и электронных источниках, материалы международных и российских научно-практических конференций, справочники, аналитические обзоры и документы отечественных и зарубежных экспертных и исследовательских организаций.

Научные положения, выводы и рекомендации, сформулированные в диссертационном исследовании, представлялись на международных и всероссийских конференциях, симпозиумах, форумах проводимых в г.Москва, Санкт-Петербург, г. Владивосток в 2021-2024гг.

Основные результаты диссертационного исследования опубликованы в 4 монографиях, 21 статье, 17 из которых представлены в рецензируемых изданиях, рекомендованных ВАК для публикации.

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.

**Научная новизна положений, выводов и рекомендаций проведенного автором диссертационного исследования состоит в том, что** развита и существенно дополнена методология проектного финансирования, ориентированного на достижение целей технологического суверенитета и социально-ориентированного развития страны в современных условиях, включая разработку теоретических положений и развитие инструментария смешанного (блендированного) финансирования.

В диссертации Цехомского Н.В. получен ряд результатов, обладающих научной новизной, соответствующих паспорту специальности 5.2.4. - Финансы. Наиболее значимые результаты заключаются в следующем:

Наиболее значимые результаты заключаются в следующем:

1. Расширено содержание принципа рациональности неоклассической теории инвестиций, определяющее выгоды участников инвестиционных процессов не только в кратко- и среднесрочной перспективе, но и обуславливающее теоретическую возможность оптимизации финансовых результатов агентов и достижения национальных целей страны в долгосрочном периоде (стр. 24-25, 27).

2. Разработана Концепция формирования конечной (блендированной) стоимости финансирования крупных инвестиционных проектов (стр. 106 – 109), основанная на впервые вводимую в научный оборот таксономию оценочных показателей, которая позволяет одновременно учитывать и различные источники финансирования (т.е. различных участников проекта), и стратегическую значимость, и риски проекта.

3. Предложен метод классификации проектов, основанный на разработанном автором теоретическом обосновании механизма категоризации инвестиционных проектов, использование которого позволяет

дифференцировать проекты, претендующие на господдержку, в зависимости от их риск-профиля и требуемой доходности (стр. 126 – 129).

4. Разработан методический подход к снижению модельных рисков финансирования проектов, использование которого, в зависимости различных сценариев реализации проектов, позволит инвестору обоснованно претендовать на досрочное погашение кредитов либо на дополнительное финансирование. Обоснована целесообразность объединения инструментов cash sweep и контрциклического хеджирования, обеспечивающего возможность снижения рисков реализации проекта с использованием необходимого и достаточного объема государственных мер поддержки (стр. 151, 156 – 157).

5. Осуществлено развитие инструментария программы «Фабрики проектного финансирования» за счет разработки метода привлечения средств фонда национального благосостояния (ФНБ), обеспечивающего увеличение объемов финансирования стратегически значимых проектов (стр. 171 – 173, 176).

6. Разработаны механизмы возврата субсидии и повышения бюджетной эффективности для стратегически значимых проектов, которые, в отличие от используемых, позволяют оказывать поддержку проектам, реализующим цели отраслевых и региональных политик в периоды действия высоких процентных ставок (стр. 184-185, 192-193, 201-203).

7. Обосновано создание методической и финансовой поддержки субъектам малого и среднего предпринимательства путем разработки методов «зонтичных» программ финансирования для малого и среднего бизнеса в рамках методологии Фабрики проектного финансирования (стр. 210-211).

8. Предложен метод определения приоритетности инвестиционных проектов в государственном секторе на основе их стратегической значимости для развития городов с учетом бюджетных и социальных эффектов, использующий Индекс качества жизни ВЭБ.РФ (стр. 252-255).

9. Разработан инструментарий для оценки бюджетных и социальных эффектов от реализации инвестиционных проектов «Колеса качества жизни (КЖ)» с использованием авторской таксономии инвестиционных проектов, Индекса качества жизни ВЭБ.РФ и иных показателей достижения целей устойчивого развития (ЦУР) (стр. 256, 258, 264-265).

### **Оценка содержания работы**

Диссертация Н.В.Цехомского представляет собой логичное, законченное научное исследование, результаты которого имеют важное значение для развития экономики страны.

В исследовании постулируется одна из важнейших проблем российской финансовой системы – проблема отсутствия института «длинных денег» (стр. 62 - 63). Понимание автором данной проблемы является показателем большого практического опыта и понимания затруднений в ходе реализации инвестиционных проектов. Хотя инструменты Фабрики проектного финансирования сами по себе не решают эту проблему и не заменяют институт «длинных денег», они являются эффективной мерой временной поддержки инвестиционного климата до момента формирования развитых институтов долгосрочного финансирования.

Автор предлагает учитывать в конечной стоимости финансирования проекта внутреннюю стоимость фондирования, риск проекта и степень его стратегической значимости (стр. 107-109). В отличие от традиционных подходов к расчету требуемой доходности проекта со стороны разных стейкхолдеров, предложенная автором концепция учитывает не только дихотомию доходность-риск, но и особенности принятия инвестиционных решений внутри различных стейкхолдеров, влияющие на требуемые с их стороны эффекты. Коэффициент стратегической значимости проекта также является важным нововведением, позволяющим оценить степень заинтересованности государства в реализации проекта и, соответственно, величину господдержки, на которую может претендовать проект.

В рамках предложенного метода категоризации инвестиционных проектов важным преимуществом подхода автора является выделение из числа проектов социального воздействия двух категорий проектов: некоммерческих проектов и социально-значимых проектов (стр. 126 - 129). Последние относятся к тем проектам, реализация которых возможна в рамках ГЧП с привлечением частных инвесторов, а значит, государственные расходы в таких проектах ниже. К социально-значимым проектам автор относит в том числе проекты транспортной инфраструктуры, реализация которых в российских реалиях в последние десятилетия лежала исключительно в ведении государства, и лишь в последнее время в данной отрасли стали применяться инструменты ГЧП.

Предложение автором размещения средств ФНБ в облигации СОПФ, ранее запланированные к выпуску на открытом рынке, является полезным в контексте социально-экономического развития с точки зрения, во-первых, развития фондового рынка и рынков капитала, во-вторых, эффективного использования средств ФНБ для развития российской экономики (стр. 171-172, 174). Размещение средств ФНБ окажет демонстрационный эффект на долговой рынок, что подготовит почву для дальнейшей секьюритизации инструментов ФПФ.

Диссертация Цехомского Н.В. имеет вполне логичную структуру, позволяющую последовательно решить задачи и обеспечить достижение поставленной цели исследования. Текст работы изложен в научном стиле, включает корректно использованную научную терминологию. Результаты и выводы, сделанные автором, доказывают исходную авторскую гипотезу.

В первой главе диссертационной работы автор рассматривает основные положения теорий инвестиций и экономического развития, намечает взаимосвязь финансовой и экономической систем, с позиций финансирования представляет инновационные и социально-ориентированные проекты. Основные результаты первой главы: предложена модификация принципа рациональности неоклассической теории и вывод о целесообразности

создания специального направления («длинные деньги») в системе российских финансов.

Вторая глава целиком посвящена становлению и развитию смешанного (синдицированного) финансирования в мире и в России. Достаточно подробно освещены как правовые аспекты становления, так и экономические - анализируются риски, недостатки и преимущества синдицированного финансирования. Рассматривается применение государственно-частного партнерства и синдицированного финансирования в инвестиционной деятельности.

Третья глава является центральной в работе. В ней автор сформулировал Концепцию категоризации смешанного (блендированного) финансирования инвестиционных проектов, проанализировал качественные характеристики Концепции с детализацией ее элементов: стратегической значимости, рисков проекта, источников финансирования. Предложил классификацию проектов по категориям на основе дифференциации в зависимости от уровней значимости проекта для инвестора и для кредитора и разработал модель ценообразования для финансирования проектов с государственной поддержкой для разных категорий проектов.

В четвертой главе автором расширяется инструментарий «Фабрики проектного финансирования»: предложен метод привлечения средств фонда национального благосостояния (ФНБ), разработана методика «зонтичных программ» финансирования проектов МСП. В главе приводится модельный пример, иллюстрирующий предложенные методы.

Пятая глава посвящена разработке подхода к определению приоритетности инвестиционных проектов для государственного сектора на примере проектов развития территорий. Автором проанализировано понятие «устойчивое развитие» территорий и российская практика реализации инвестиционных проектов, направленных на развитие городов. Предложена классификация проектов по их стратегической значимости (для госсектора).



В пятой Главе «Разработка» (регионов и городов) и инвестиционная политика стран, направленная на его обеспечение, рассматривается комплексный подход к оценке качества жизни и «устойчивости» развития территорий с учетом различных стандартов и концепций. Автором введено понятие «Колеса качества жизни (КЖ)»), предложены классификация инвестиционных проектов на основе разработанного понятия КЖ и инструментарий для оценки бюджетных и социальных эффектов от реализации инвестиционных проектов. Приведены примеры апробации предложенного подхода.

В Заключении дается общий обзор полученных результатов и подтверждается выдвинутая гипотеза исследования.

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 проектов и их приоритетов для финансирования ВЭБ.РФ, при создании фондов акционерного капитала ВЭБ.РФ с крупнейшими коммерческими банками по поручению Президента Российской Федерации, при формировании Стратегий развития ВЭБ.РФ на 2017-2020 гг., на 2021-2025 гг.

### **Конкретные рекомендации по использованию результатов и выводов, полученных в диссертации**

Разработанные автором методы и рекомендации могут найти применение при выработке экономически обоснованных управленческих

решений при формировании системы проектного финансирования как на федеральном, так и на региональном уровнях: при проектировании господдержки проектов, имеющих стратегическое значение для страны/региона/города; при планировании и распределении бюджетов разных уровней; при оценке бюджетных и социальных эффектов инвестиционных проектов; при организации взаимодействия партнерствующих сторон при смешанном (блендированном) финансировании крупных инвестиционных проектов и государственных программ, а также различных программ социально-экономического развития территорий. Научно-методические разработки могут также быть использованы в учебном процессе в преподавании дисциплин по финансовому менеджменту, финансовой и инновационной политике как для обучающихся по базовым программам, так и для слушателей программ дополнительного профессионального образования.

Научно-методические разработки могут также быть использованы в учебном процессе в преподавании дисциплин по финансовому менеджменту, финансовой и инновационной политике как для обучающихся по базовым программам, так и для слушателей программ дополнительного профессионального образования.

### **Замечания, дискуссионные положения и рекомендации по диссертационной работе**

Несмотря на общую положительную оценку диссертационной работы Цехомского Н.В., определен ряд дискуссионных вопросов.

1) В теоретической части работы (стр. 17 – 27) при анализе задачи фирмы и принципа максимизации полезности приводится утверждение о необходимости модификации принципа максимизации выгоды с целью отражения целей государства в финансировании инвестиционных проектов, при этом не приводится и не предлагается конкретный формульный вид задачи

государства, решение которой привело бы к оптимизации поведения государства как экономического агента.

2) Предполагается, что влияние коэффициента стратегической значимости, являющегося одним из факторов конечной стоимости финансирования (стр. 108), отрицательно, т.е. чем выше коэффициент стратегической значимости, тем меньше конечная стоимость финансирования проекта, в связи с чем возникает вопрос о причинах подобного вывода, учитывая, что стратегические проекты – это проекты, выводящие экономику страны на качественно новый уровень, т.е. инновационные проекты, имеющие повышенный риск, который, логически, увеличивает стоимость финансирования. Позиционируется, что для стратегических проектов государство готово оказывать поддержку, снижая среднюю стоимость фондирования (например, предоставляя процентные субсидии по долгу), но в таком построении логичнее было бы рассматривать внутреннюю стоимость фондирования как функцию в том числе от стратегической значимости проекта, и не включать коэффициент стратегической значимости напрямую в расчет конечной стоимости фондирования.

3) В разделе работы, посвященном принципу категоризации инвестиционных проектов (стр. 125 – 128), приводится деление проектов на 4 категории: некоммерческие, социально-ориентированные, стратегические и рыночные. Методика деления проектов, основанная на риск-профиле, представляется инновационной и актуальной, однако, составляющие риск-профиля вносят определенную двойственность в систему категоризации. Так, из-за совпадения общего видения стратегических и рыночных проектов их риск-профили похожи, и в результате изменения рыночной конъюнктуры эти категории проектов могут стать неотличимыми. Возникает также вопрос об окончательности деления проектов на 4 категории, о соответствии этого деления принципу МЕСЕ и о возможностях и критериях перехода проекта из одной категории в другую.

4) В разделе работы, посвященном инструментам Фабрики проектного финансирования (стр. 181 – 192), рассматривается инструмент субсидирования процентных платежей в виде отложенной субсидии (Транш Г), предоставляемый под 0.1% годовых из государственного бюджета через ВЭБ. Хотя в исследовании рассматриваются разные варианты Транша Г, вариант с рассрочкой под 0.1% выносится, как основной, что вызывает вопрос относительно обоснованности такого вывода, в т.ч. с точки зрения бюджетной эффективности. Государство размещает свои свободные средства в более доходные инструменты, соответственно, рассрочка под 0.1% будет являться убыточной для государства, что не соответствует логике об отсутствии государственных расходов в модифицированном варианте Фабрики проектного финансирования.

5) В практической части работы (стр. 192 – 201) рассматривается кейс завода по производству метанола, на примере которого показывается действие основных инструментов Фабрики проектного финансирования. Рассматривается механизм синдицированного кредитования, субсидирования процентной ставки, а также инструменты «продвинутой» Фабрики проектного финансирования – Транш Г и Фонды акционерного капитала. Представленный кейс, однако, не содержит различные сценарии – например, сценарий с применением и без применения Фабрики проектного финансирования. Кроме того, инструменты, предложенные автором исследования, применяются только в одном варианте реализации, что также ограничивает практическую применимость результатов использования кейс-метода.

### **Соответствие диссертационной работы Положению о присуждении ученых степеней**

Диссертационная работа Цехомского Николая Викторовича «Развитие методологии смешанного финансирования инвестиционных проектов с участием государства» выполнена на актуальную тему. Представленные в

диссертации выводы, научные положения и рекомендации в достаточной степени достоверны и обоснованы.

Оформление диссертации и автореферата соответствуют требованиям государственных стандартов. Научные публикации автора в полной мере отражают полученные автором в ходе исследований результаты, представленные в диссертации.

Тема, содержание и результаты диссертации соответствуют пунктам:

2. - Финансовые услуги: виды, специфика, функции в экономической системе;

7. - Оценка стоимости финансовых активов. Управление портфелем финансовых активов. Инвестиционные решения в финансовой сфере;

18. - Проектное и венчурное финансирование.

23. - Денежно-кредитная политика в Российской Федерации и за рубежом. Критерии и методы повышения эффективности денежно-кредитной политики.

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»

Отзыв ведущей организации на диссертационную работу Н.В, Цехомского «Развитие методологии смешанного финансирования инвестиционных проектов с участием государства» обсужден и одобрен на заседании научного направления «Макроэкономика и финансы», протокол №1 от 17 января 2025 г.

Руководитель научного направления  
«Макроэкономика и финансы»,

д.э.н.

08.00.10 - Финансы, денежное  
обращение и кредит



Трунин П.В.

Контактная информация: Трунин Павел Вячеславович  
Институт экономической политики имени Е.Т. Гайдара (Институт Гайдара)  
Адрес: 125993, Москва, Газетный пер., д. 3-5, стр. 1  
Телефон: + 7 (495) 629-47-13  
Электронная почта: info@iep.ru  
Сайт в сети Интернет: <https://www.iep.ru/ru/>

*Подпись Трунина П.В.  
удостоверяю.  
Заведующий кафедрой в*

