

В диссертационный совет 99.0.139.02, созданный 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»

ОТЗЫВ

ОФИЦИАЛЬНОГО ОППОНЕНТА

официального оппонента - доктора экономических наук
Гурова Ильи Николаевича
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

1. Актуальность темы диссертационного исследования

В условиях динамично меняющейся глобальной экономической и политической обстановки, бизнес-структуры России оказались перед лицом значительных проблем – сложностью осуществления финансовых операций с иностранными контрагентами в привычных валютах, таких как доллар и евро, удорожанием получения кредитных средств для развития, необходимостью поиска новых партнеров для осуществления коммерческой и хозяйственной деятельности, поиском новых моделей и форм осуществления финансовых операций.

В этих условиях поиск новых форм осуществления финансовой деятельности получает с одной стороны ускорение - новые финансовые

технологии, с одной стороны, позволяют увеличить скорость финансовых транзакций, снизить издержки на совершение сделки, в том числе на проведение платежей. С другой стороны, они вызывают новые виды рисков как для отдельных организаций, компаний, банков, так и для всей финансовой системы в целом.

Кроме всеобщей цифровизации наиболее общая тенденция - проблема всех хозяйствующих субъектов – сложность, а порой невозможность получения долгосрочных кредитных средств на развитие, без которых весьма затруднительной становится достижение долгосрочных целей стратегического развития страны – создание технологического суверенитета и повышение качества жизни населения.

Этой проблеме посвящено диссертационное исследование Н.В. Цехомского, что свидетельствует о его актуальности для страны на данном этапе развития.

2. Степень обоснованности и достоверности научных положений, выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертационном исследовании

Научные положения, выводы и рекомендации, представленные в диссертационной работе Н.В. Цехомского научно обоснованы и достоверны. Теоретической основой исследований послужили научные труды отечественных и зарубежных исследователей в области проектного финансирования, государственно-частного партнерства, социально-ориентированного инвестирования. Методологической основой стали положения в области управления, финансового анализа, синдицированного финансирования, финансово-кредитного обеспечения инновационного и социально-ориентированного развития народного хозяйства.

Следует отметить корректное применение в работе научных подходов, и методов, таких как системный подход, сравнительный, ретроспективный, логический, экспертный методы, методы моделирования, статистического анализа данных, функционального и структурного анализов, методы теории

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

Исследовательская база характеризуется обширным объемом информационных источников: список использованных источников содержит 455 наименований. Обоснованность и достоверность полученных результатов исследования подтверждены их апробацией и одобрением на международных и всероссийских конференциях, симпозиумах и форумах в 2021-2024 гг. 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, при создании фондов акционерного капитала ВЭБ.РФ.

3. Общая характеристика проведенного исследования, его завершенность

Автором поставлена цель - разработка методологических основ и научно-практических инструментов долгосрочного смешанного финансирования для реализации приоритетных инвестиционных проектов с участием государства. Сформулированные автором задачи полностью соответствуют цели исследования, гипотезе и логике исследования.

Во введении представлена общая характеристика диссертационной работы, раскрыта ее актуальность, определены цель, задачи, гипотеза исследования, объект и предмет исследования, сформированы положения научной новизны, теоретическая и практическая ценность работы и выполненная апробация.

В первой главе автором рассматриваются теоретические основы финансирования инвестиционных проектов, обозначена взаимосвязь финансовой и экономической систем, рассмотрены инновационные и социально-ориентированные проекты как объекты финансирования, рассмотрены основные особенности, достоинства и недостатки проектного финансирования. Автор предлагает модификацию принципа рациональности и делается вывод о целесообразности создания специального направления («длинные деньги») в системе российских финансов.

Во второй главе автор рассматривает понятие «синдицированное финансирование», международный и российский опыт его применения, анализируются риски, недостатки и преимущества синдицированного финансирования.

В третьей главе автор предлагает и разрабатывает концепцию категоризации инвестиционных проектов, исходя из их качественных характеристик, риск-профиля и вспомогательных количественных характеристик. Разрабатывает модель ценообразования для финансирования проектов с государственной поддержкой для разных категорий проектов.

В четвертой главе автор предлагает расширение инструментария Фабрики: разрабатывает метод привлечения средств фонда национального благосостояния (ФНБ); разрабатывает методы снижения влияния модельных рисков проектов; разрабатывает методику «зонтичных программ» финансирования проектов МСП на базе методологии «Фабрики проектного финансирования».

В пятой главе автор анализирует понятие «устойчивое развитие» территорий (регионов и городов) и инвестиционную политику стран, направленную на его обеспечение, рассматривает комплексный подход к оценке качества жизни и «устойчивости» развития территорий с учетом различных стандартов и концепций. Разрабатывает классификацию проектов по их стратегической значимости (для госсектора), определяет типы инвестиционных проектов на основе разработанного «Колеса качества жизни

(КЖ)») и инструменты бюджетного финансирования таких проектов. Разрабатывает инструментарий для оценки бюджетных и социальных эффектов от реализации инвестиционных проектов «Колеса КЖ» и приводит примеры его апробации.

В Заключении автор представляет обзор полученных результатов и подтверждение выдвинутой гипотезы исследования.

Среди достоинств работы особо следует выделить следующие.

Концепция смешанного (блендированного) финансирования, предлагаемая в работе, гармонично сочетает источники централизованного (государственного) и децентрализованного (частного) финансирования, учитывает особенности и движущие факторы в принятии решений каждого из стейкхолдеров проекта и является значимым теоретическим достижением.

Важным прикладным достижением автора является предложенный механизм категоризации инвестиционных проектов исходя из их качественных характеристик и риск-профиля (с. 127-129). Метод категоризации, основанный на практическом опыте автора исследования, предлагает относить каждый инвестиционный проект к одной из 4 категорий: некоммерческие проекты, социально-значимые проекты, стратегические проекты, рыночные проекты. Данное разделение соответствует принципу МЕСЕ, позволяя учесть все особенности проектов для дальнейшего оказания адресной господдержки.

Предложение изменений Фабрики проектного финансирования со стороны автора отражают глубокое понимание процессов финансирования инвестиционных проектов, затруднений, возникающих в ходе реализации этих проектов и открытых проблем, решения которых требуют актуальные задачи социально-экономического развития России (с.203). Развитие Фабрики проектного финансирования позволяет данной программе оставаться ведущим инструментом стимулирования инвестиционной активности.

Важным практическим результатом работы, отражающим глубокое понимание автором важности развития малого и среднего

предпринимательства для обеспечения экономического роста является предложение методов создания «зонтичных» программ финансирования для МСП на базе методологии «Фабрика проектного финансирования», позволяющих создать методическую и финансовую поддержку субъектам малого и среднего предпринимательства при организации проектного финансирования (с. 206 – 211).

Существенным теоретическим результатом исследования является анализ применимости теорий количественных финансов к российским реалиям. Модели, используемые в академической и прикладной деятельности, разрабатывались в прошлые десятилетия на основе структуры финансовой системы США, и корректность их применения в российской действительности является спорной. Понимание этой проблемы и постулирование её в академических исследованиях может стать стимулирующим фактором для дальнейшего развития теории финансов, в том числе – в контексте проектного финансирования.

На основании вышесказанного, можно утверждать, что работа представляет собой законченное научное исследование, имеющее высокую значимость в теоретическом и практическом аспектах.

4. Теоретическая и практическая значимость результатов диссертационного исследования

Теоретические и методические положения, представленные в диссертации, в совокупности 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 секьюритизации и государственной поддержки. Расширена теоретическая база методологии

программы «Фабрика проектного финансирования» для предпринимателей малого и среднего бизнеса.

Практический аспект применения результатов диссертационного исследования, заключается в том, что они могут быть использованы как на федеральном, так и на региональном уровнях в многочисленных случаях: организации эффективного взаимодействия государственного и частного капитала, разработке смешанных (блендированных) форм финансирования программ и проектов в рамках государственных программ, федеральных проектов, проектировании программ финансирования инновационных и социально-ориентированных проектов, в т.ч. развития городов, при формировании и распределении бюджетных ресурсов между проектами и т.д.

Научно-методические разработки могут также быть использованы учебном процессе в преподавании дисциплин по финансовому менеджменту, финансовой и инновационной политике.

5. Новизна положений, выводов и рекомендаций. сформулированных в диссертационном исследовании

Анализ основных положений, отражающих научную новизну диссертации Н.В. Цехомского позволяет сделать вывод об их актуальности, оригинальности и обоснованности. К ним относятся следующие.

1. Автором предложено модифицировать (расширить) принцип рациональности агентов-участников проекта, стремящихся к максимизации своей финансовой выгоды в неоклассической теории инвестиций для проектов с участием государства. В инвестиционных проектах с применением смешанного финансирования, один из ключевых участников – государство стремится к достижению необходимых научно-технологических, социальных и бюджетных эффектов (полезности), способствующих укреплению суверенитета страны и повышению качества жизни населения и готово нести дополнительные издержки при реализации проектов (с.26, 27).

2. Разработана Концепция установления конечной (блендированной) стоимости финансирования инвестиционных проектов. Автор вводит в

научный оборот таксономию оценочных показателей, которая позволяет одновременно учитывать стратегическую значимость, риски проекта, дифференцированные для различных источников финансирования (с.106 – 109).

3. Автором предлагается метод классификации проектов, детализирующий разработанную Концепцию формирования конечной (блендированной) стоимости проектов, в основе которого дифференциация проектов, претендующих на финансовую поддержку государством в зависимости от рисков и требуемой доходности инвестиционных проектов, рассчитываемой на основании количественных метрик, и в зависимости от качественных характеристик проекта (с.126 – 129).

4. Предлагается метод снижения влияния модельных рисков проекта на его реализуемость и объемы, необходимой господдержки, который позволяет либо требовать от инвестора досрочного погашение, либо позволяет привлекать дополнительное финансирование. Применение инструментов «cash sweeper» и «контрциклического хеджирования» позволяет снизить риски реализации проекта с использованием необходимого и достаточного объема государственных мер поддержки (с.149 – 157).

5. Обосновано развитие инструментария фондирования программы «Фабрики проектного финансирования» за счет средств фонда национального благосостояния (ФНБ), позволяющий увеличить объемы поддержки стратегически значимых проектов (с.171 – 177).

6. Предложены механизмы повышения бюджетной эффективности проектов, имеющих стратегическую важность для государства, а также механизмы субсидирования процентной ставки, обеспечивающие снижение нагрузки на бюджет Российской Федерации по таким проектам (с.184-185).

7. Предложена адаптация методологии программы «Фабрика проектного финансирования» для проектов субъектов МСП с использованием механизма «зонтичного» финансирования (с.210-211).

8. Представлено Колесо качества жизни, определяющее приоритетные направления развития городов, предложен метод оценки стратегической значимости проектов городского развития на основе Индекса качества жизни ВЭБ.РФ с учетом социальных и бюджетных эффектов от реализации таких проектов (с.254-255).

9. Предложены инструменты оценки социальных и бюджетных эффектов проектов развития городов на базе Индекса качества жизни, показателей ЦУР и авторской таксономии инвестиционных проектов (с.265).

Все пункты научной новизны способствуют приращению научного знания в методологии проектного финансирования, ориентированного на достижение целей достижения технологического суверенитета и социально-ориентированного развития страны в современных условиях, включая разработку теоретических положений и развитие инструментария смешанного (блендерного) финансирования.

6. Дискуссионные вопросы и замечания по диссертационной работе

Несмотря на положительную оценку диссертационного исследования, следует отметить ряд дискуссионных положений.

1) На страницах 106 – 109 предлагается механизм расчета конечной стоимости финансирования проекта, где одной из переменных, определяющих эту стоимость, является внутренняя стоимость фондирования проекта для разных стейкхолдеров. Расчет стоимости фондирования для equity-холдеров и debt-холдеров является понятной задачей, но неясен механизм расчета внутренней стоимости фондирования для государства, как одного из стейкхолдеров проекта, т.к. государство не является агентом, максимизирующим прибыль.

2) Автором приводится формула модифицированной нормы внутренней доходности, MIRR (с. 117). Поскольку существует вариативность подходов к расчету этого показателя, работа бы выиграла от анализа устойчивости результатов оценки MIRR при использовании альтернативных

методик расчета (в частности, дисконтирование по средневзвешенным затратам на капитал и наращение по ставке реинвестирования).

3) Рассуждения о величине доходности вложений Фабрики проектного финансирования (с. 136) были бы более полными, если бы они учитывали общий уровень процентных ставок. В частности, интересен авторский взгляд на то, следует ли увеличивать требуемую доходность в текущей среде высоких процентных ставок.

4) При рассмотрении концепции блендированного финансирования (с.148 – 159) указывается, что финансовая состоятельность проекта будет защищена от колебаний цены на готовую продукцию, изменяющуюся стоимость первоначальных инвестиций и сроки реализации. Возникает вопрос в рыночности полной защиты проекта от всех риск-факторов и в достаточности государственных ресурсов для обеспечения таковой защиты.

5) В разделе работы, посвященном механизму категоризации проектов (с.109 – 129), в качестве метрик для государства указывается бюджетная эффективность, рост ВВП, оценка социальных эффектов и предельный эффект государственной поддержки на показатели проектов. В отличие от количественных показателей для инициатора проекта и кредиторов, формулы которых приведены в работе, механизм расчета количественных метрик для государства не приводится.

6) В практической части работы (с.192 – 201) рассматривается кейс финансирования строительства метанольного завода, на котором показывается действие основных инструментов Фабрики проектного финансирования. Кейс является достаточно подробным, в нем используются фактические исторические макро-параметры, однако, представляется интересным более подробный анализ инструментов Фабрики проектного финансирования, например, в условиях более высокой экономической турбулентности.

7) В исследовании рассматривается инициатива секьюритизации Транша А через выпуск облигаций СОПФ (с.171 – 181), но упоминается, что

данная инициатива не была успешной. Поскольку секьюритизация является мировым трендом, а также находит поддержку со стороны государства в России с целью развития фондового рынка, было бы целесообразно подробнее проанализировать кейс выпуска облигаций СОПФ и предложить меры по повышению ее привлекательности.

Указанные замечания и дискуссионные вопросы не имеют принципиального характера и не снижают научной и практической ценности представленной работы.

7. Заключение о соответствии диссертационного исследования требованиям ВАК Министерства науки и высшего образования РФ

Диссертация Н.В. Цехомского на тему «Развитие методологии смешанного финансирования инвестиционных проектов с участием государства», представленная на соискание ученой степени доктора экономических наук, является самостоятельной, логически завершенной научно-квалификационной работой. В диссертационной работе на основании проведенном автором исследований разработаны теоретико-методологические положения, которые обеспечивают существенное приращение научных знаний в выбранной автором области исследований. В диссертации предложено решение весьма актуальной проблемы «длинных денег», имеющей важнейшее значение для развития страны.

Диссертация и автореферат выполнены в соответствии с требованиями к их содержанию, структуре и оформлению, закрепленном в государственных стандартах и рекомендациях ВАК Министерства науки и высшего образования РФ. Автореферат и основные публикации по теме исследования автора в полной мере отражают содержание диссертации.

Диссертация выполнена в рамках паспорта специальности 5.2.4. «Финансы» и соответствует пунктам паспорта специальности: 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.

Диссертационная работа на тему «Развитие методологии смешанного финансирования инвестиционных проектов с участием государства» полностью соответствует п.9-14 Положения о присуждения ученых степеней, утвержденного Постановлением Правительства РФ № 842 от 24.09.2012 (ред. от 18.03.2023 г.), а ее автор Цехомский Николай Викторович заслуживает присуждения искомой ученой степени доктора экономических наук по специальности 5.2.4. «Финансы».

ОФИЦИАЛЬНЫЙ ОППОНЕНТ

Гуров Илья Николаевич
доктор экономических наук, доцент,
заведующий кафедрой финансов и кредита
ФГБОУ ВО «Московского
государственного университета
имени М.В. Ломоносова» (г. Москва),



Гуров И.Н./

Контактные данные

Гуров Илья Николаевич – доктор экономических наук, доцент, заведующий кафедрой финансов и кредита ФГОУ ВО «Московского государственного университета имени М.В. Ломоносова» (119991, г.Москва, ГСП-1, Ленинские горы, Московский государственный университет имени М.В. Ломоносова, 3-й новый учебный корпус, к. 339) тел. +7 495 939 5589, e-mail: ingurov@mail.ru), докторская диссертация защищена по специальности 5.2.4. «Финансы», 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит.

20.01.2025