

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

доктора экономических наук, профессора Лещинской Александры Федоровны 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 темы диссертационного исследования**

Изменение геополитической ситуации привело к кардинальным изменениям внутренней политики в стране. В соответствии с заявленными национальными целями развития Российской Федерации на период до 2030 г., на первое место выходит решение задач повышения качества жизни, обеспечение технологического суверенитета, развитие территорий, оборона и безопасность. На это направлены указы Президента Российской Федерации В. В. Путина. В этом же контексте сформулированы основные стратегические документы, прежде всего Стратегия национальной безопасности. Достижение технологического суверенитета - суверенизация представляет собой разновидность стратегии роста, переход от однопрофильного производства на импортных комплектующих к многопрофильному на основе замены импортных поставок отечественными.

В связи с поставленными задачами повышение инвестиционной

активности предприятий, фирм, организаций является в настоящее время ключевой проблемой проводимой в стране экономической политики. Без активного **финансирования инвестиционных проектов** невозможна структурная перестройка российской экономики и рост производства. Сегодня стимулирование инвестиционной деятельности и устранение ограничений экономического роста, импортозамещение и повышение конкурентоспособности актуальны во многих отраслях экономики - в области инфраструктуры, промышленном секторе, энергетике, сельском хозяйстве, других отраслях - и требуют участия нефинансовых и финансовых институтов развития. То есть банковская система, фондовый рынок должны в полной мере обеспечивать приток капитала в экономику, в ее реальный сектор, в том числе через механизмы проектного и акционерного финансирования.

В этой связи тема исследования Н.В. Цехомского представляется весьма значимой и актуальной.

### **Степень обоснованности и достоверности научных положений, выводов и рекомендаций**

Обоснованность научных положений, выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертации, определяются использованием общенаучных методов познания, таких как системный подход, диалектический, институциональный, сравнительный, ретроспективный, логический и экспертный. Автором использовались: статистический анализ построенный на данных оценки финансовых показателей предприятий, функциональный и структурный анализы, моделирование и прогнозирование, специфические методы теории управления финансами, теория устойчивого развития, методы оценки социальной и экономической эффективности.

Автором изучены научные труды российских и зарубежных ученых в области проектного финансирования, в области организации и реализации государственно-частного партнерства. В библиографический список входят научные труды, касающиеся стимулирования инновационной активности

бизнеса, финансирования инноваций, проблем социально-ориентированного инвестирования.

Обоснованность сформулированных автором выводов подтверждается применением методов моделирования, статистических методов обработки, анализа и графического представления информации, апробированием использования предложенных моделей на практике. Корректное использование этих методов придает работе характер завершеного исследования.

Достоверность использованной в ходе исследования информации обеспечивается применением достаточного объема данных из официальных источников. Это - статистические данные и материалы, официальные документы, находящиеся в открытом доступе: законы, постановления и указы Правительства РФ, министерств, федеральных агентств и служб РФ; материалы ВЭБ.РФ, АНО «Национальный Центр ГЧП», 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.

Достоверность и обоснованность разработанных в диссертации положений, выводов и рекомендаций подтверждается их апробацией в виде участия автора в национальных и международных научно-практических конференциях, форумах и симпозиумах, публикацией научных трудов – статей и монографий. Общее число научных публикаций автора составляет 44, из которых 4 монографии, 17 научных статей – в рецензируемых изданиях, рекомендованных ВАК РФ.

**Общая характеристика проведенного исследования, его завершенность**

В соответствии с темой диссертационного исследования соискателем поставлена цель исследования, сформулированы задачи, обеспечивающие достижение цели, выдвинута гипотеза исследования. Цель исследования, заключающаяся в разработке методологических основ и научно-практических инструментов долгосрочного смешанного финансирования для реализации приоритетных инвестиционных проектов с участием государства, достигнута и гипотеза подтверждена.

К несомненным достоинствам работы, несомненно, можно отнести следующие положения.

Автор обосновывает внедрение государства как стейкхолдера инвестиционного процесса, подкрепляя свои тезисы академическими исследованиями, являющимися известными и образующими в области экономической теории (С. 27). К выводам о роли государства в инвестиционной сфере, сходным с выводами автора, приходят исследователи таких известных экономических школ, как новое кейнсианство. Опора автора на данные исследования подтверждает глубину знаний и понимания экономической теории.

Важным теоретическим достижением автора является постановка вопроса о необходимости разделения инвестиционных проектов на различные категории для оказания адресной государственной поддержки (С.126). Эффект мер господдержки, в действительности, различается для проектов с различными характеристиками, в особенности – для проектов с различными слабыми сторонами. Разделение проектов позволяет максимизировать эффект снижения вероятности возникновения события риска, не допуская «утечек» и «пропусков» в государственной поддержке.

Эмпирические результаты, полученные автором в ходе руководства реализацией программы «Фабрика проектного финансирования», являются важным практическим достижением, применимым не только в научных работах, но и при будущей разработке программ государственной поддержки инвестиционных проектов. Сама «Фабрика проектного финансирования»

является важным практическим достижением автора исследования, оказывающим существенное влияние на российскую экономику, её рост и развитие.

Рассмотрение автором всего инструментария модифицированного варианта «Фабрики проектного финансирования» на примере метанольного завода (С.193 – 202) является ценным теоретическим результатом, позволяющим оценить эффективность всех предлагаемых мер на наглядном примере. Используемый автором, сценарный анализ, предполагающий два варианта динамики цен, позволяет отразить возможные риски проектов и важность механизма контрциклического хеджирования, смягчающего последствия рыночных рисков проекта.

Проблема отсутствия в российской финансовой системе институтов долгосрочного финансирования, поднятая автором в данном исследовании, является одним из ключевых препятствий для роста и развития российской экономики. Факт принятия за основу этой проблемы и предложение конкретных шагов по её решению является важным достижением работы. Реализация предложений автора, а также дальнейшие исследования по этой тематике могут оказать положительное воздействие на становление в России института «длинных денег».

Диссертационное исследование логично структурировано, состоит из 5 глав, заключения, списка использованной литературы, включающей 455 источников и 7 приложений. Общий объем работы составляет 520 страницы, из них 337 страниц основного текста, включая 25 таблиц и 48 рисунков.

Первая глава посвящена теоретическим основам финансирования инвестиционных проектов. Обзорно рассмотрены инновационные и социально-ориентированные проекты как объекты финансирования. Рассмотрены основные особенности, достоинства и недостатки проектного финансирования, делается вывод о целесообразности создания специального направления («длинные деньги») в системе российских финансов.

Во второй главе подробно рассматривается понятие «синдицированное финансирование», международный и российский опыт, применение государственно-частного партнерства.

В третьей главе предлагается концепция категоризации инвестиционных проектов и анализируются ее структурные составляющие. Проводится классификация проектов по категориям на основе дифференциации в зависимости от уровней значимости проекта для инвестора и для кредитора. Разрабатываются модель ценообразования для финансирования проектов с государственной поддержкой для разных категорий проектов.

Четвертая глава посвящена развитию программ «Фабрика проектного финансирования» - с привлечением средств фонда национального благосостояния (ФНБ), развитием «зонтичных» программ для малого и среднего бизнеса. Показано применение предложенных методов на модельном кейсе.

В пятой главе раскрыто применение авторской концепции в социально значимых проектах. Предлагается комплексный подход к оценке качества жизни и «устойчивости» развития территорий (регионов и городов) с учетом различных стандартов и концепций. Разработана классификация проектов по их стратегической значимости (для госсектора), определяются типы инвестиционных проектов на основе разработанного «Колеса качества жизни (КЖ)» и инструментарий бюджетного финансирования таких проектов. Приводятся примеры апробации предложенных методов.

В Заключении приведена краткое содержание полученных в ходе исследования результатов.

Включенные Приложения детализируют и иллюстрируют отдельные положения диссертации.

**Научная новизна результатов диссертационного исследования, полученных лично соискателем**

Наиболее значимые научные результаты, полученные в диссертации и выносимые на защиту, следующие.

1. Предложена модификация принципа рациональности неоклассической теории инвестиций, которая, в отличие от существующего представления, предполагает совместные инвестиционные решения по максимизации прибыли, принимаемые группой инвесторов и реализуемые каждым из них в разные временные интервалы. Выдвигается позиция, что институтом, консолидирующим решения инвесторов, является государство, максимизация выгод которого проявляется в долгосрочной перспективе, определяемой целями национального развития (С. 25, 27).

2. Разработана Концепция формирования конечной стоимости финансирования крупных инвестиционных проектов (С.107–109), определяемой как функция от стратегической значимости, источников финансирования и уровня риска проекта, применение которой обеспечивает защиту финансовых результатов проекта от колебаний цен на готовую продукцию.

3. Предложен метод классификации проектов, основанный на учете источников финансирования с выделением отдельных качественных групп (без частного участия, смешанное финансирование, без государственного участия), категорий проектов (некоммерческие, социально значимые, стратегические, рыночные), достигаемых эффектов, и риск-профиля проекта (группы коммерческих, финансовых и политических рисков), и предполагающих использование количественных и качественных критериев дифференциации проектов, претендующих на государственную поддержку (С.128 – 129).

4. Обоснован подход к обеспечению гибкости структуры смешанного финансирования, предполагающий фиксацию гарантированного уровня погашения долга и обеспечения возможности ускоренного погашения долга «cash sweep», что позволяет снизить риски формирования избыточной ликвидности и избыточного объема государственной поддержки (С.151, 156 – 157).

5. Разработан механизм фондирования, а именно процесса привлечения финансовых средств «Фабрики проектного финансирования» с средствами Фонда национального благосостояния за счет расширения мандата Фонда, за счет возможности размещения его средств в долговые обязательства Специализированного фонда проектного финансирования (СОПФ) или ВЭБ.РФ; использование данного механизма создает условия для наращивания финансирования стратегически значимых проектов (С.171 – 173).

6. Предложен механизм возврата субсидии в рамках программы «Фабрика проектного финансирования», обеспечивающего снижение нагрузки на государственный бюджет, и приоритизацию поддержки проектов; внедрение данного механизма. Он позволяет удовлетворять интересы кредиторов в получении полной ставки по кредиту и заемщиков в снижении стоимости привлекаемых средств и осуществлять социально-экономические проекты отраслевой и региональной политики в условиях действия высокой ключевой ставки (С.184, 192-193).

7. Введено представление о «зонтичных» программах финансирования малых и средних предприятий, определены преимущества таких программ для заемщиков, банковских институтов и государства, обоснован выбор оператора программы «Фабрика проектного финансирования для МСП», определены ключевые элементы механизма реализации указанной программы, позволяющей усилить поддержку проектного финансирования в субъектах малого и среднего бизнеса (С.210-211).

8. Содержательно описан методический подход и представлен алгоритм подхода к определению приоритетности для государственного сектора инвестиционных проектов, направленных на развитие городов (проектов «Колеса качества жизни (КЖ)»), базирующийся на интегральной оценке социальных эффектов и общей оценки бюджетных эффектов от реализации проектов (С.252, 255).

9. Разработано обоснование состава и содержания инструментов оценки бюджетной и социальной эффективности финансирования инвестиционных



проектов «Колеса качества жизни (КЖ)» с учетом Индекса качества жизни ВЭБ.РФ (С.256, 265).

### **Теоретическая и практическая значимость результатов диссертационного исследования**

Теоретические и методические положения, представленные в диссертации, в совокупности развивают теорию смешанного проектного финансирования, дополняя теорию концептуальными подходами для условий, актуальных для России в настоящее время. Предлагаемая концепция позволяет реализовывать крупные инвестиционные проекты (инвестиционные программы) в условиях недостаточности средств на основе смешанного финансирования и дифференцированно использовать предложенные механизмы секьютеризации, а, именно финансирования определенных активов при помощи выпуска ценных бумаг, и государственной поддержки.

Самостоятельное значение имеет предложенная автором теоретическая база развития методологии программы «Фабрика проектного финансирования» для предпринимателей малого и среднего бизнеса.

Результаты диссертационного исследования, полученные и сформулированные автором, в том числе конкретные методы и рекомендации, могут быть использованы для выработки экономически обоснованных управленческих решений при формировании системы финансирования как на федеральном, так же на региональном и муниципальных уровнях: при разработке программ государственной поддержки и финансирования инновационных и социально-ориентированных проектов; формировании и распределении бюджетных ресурсов между проектами, способствующих обеспечению целевых показателей программ развития экономики; организации эффективного взаимодействия государственного и частного капитала; использования смешанных форм финансирования программ и проектов в рамках государственных программ, федеральных проектов, а также различных программ социально-экономического развития территорий.

Отдельные положения и результаты, полученные автором диссертационного исследования, могут быть использованы в учебном процессе для подготовки магистрантов по корпоративным финансам, стратегическому финансовому планированию, финансовому менеджменту.

### **Дискуссионные вопросы и замечания по диссертационной работе**

Несмотря на общую положительную оценку проведенного автором исследования, по диссертации имеются следующие замечания и дискуссионные моменты.

1) В представленной работе множество терминов представляют собой англицизмы, которые имеют в российской практике не однозначные толкования, в соответствии с чем отечественные аналоги терминов были бы более уместны.

2) Принцип рационального поведения агентов, который модифицирует автор (С. 27), не вызывает сомнений, тем более, что обосновывается многими теориями. Однако, приведение оптимизационной задачи, хотя бы в общем виде, с критерием оптимальности - максимизации полезности для каждого инвестора, сделал бы идею автора более наглядной.

3) На странице 107 предлагается механизм расчета конечной стоимости финансирования проекта, где одной из переменных, определяющих эту стоимость, является коэффициент стратегической значимости инвестиционного проекта с точки зрения государства. К сожалению, в работе не полностью раскрыта оценка стратегической значимости проектов с точки зрения государства.

4) При рассмотрении концепции смешанного финансирования (С.106 – 109) рассматриваются различные участники финансирования инвестиционных проектов, в том числе – фонды прямых и венчурных инвестиций, для которых указывается, что в связи с высокими рисками и требуемой доходностью со стороны данных финансовых институтов их

участие в смешанном финансировании предполагается минимальным. В развитых странах основная доля в финансировании долгосрочных проектов приходится на долевые инструменты, которые предоставляют, соответственно, фонды прямых инвестиций, пенсионные фонды, прочие институциональные инвесторы. Представляется, что в исследовании недостаточно раскрыт вопрос об ограничении участия фондов прямых инвестиций в смешанном финансировании в РФ.

5) При описании механизма категоризации проектов (С.117), в качестве метрики для инвестора указывается показатель MIRR (Modified Internal Rate of Return) и приводится обоснование использования данного показателя. Соображения о некорректности использования IRR представляются обоснованными, однако, возникает вопрос относительно его практического применения. В большинстве проектов используется показатель IRR, кроме того, для использования MIRR требуется больше данных – необходимо знание не только денежных потоков и WACC проекта, но и ставки реинвестирования полученных денежных потоков, расчет которой может являться нетривиальной задачей.

6) В работе описан подход к применению инструментов программы «Фабрика проектного финансирования» для финансирования приоритетных инвестиционных проектов МСП (С. 204 - 206), также в работе определены методы определения приоритетности для перспективных инвестиционных проектов городской экономики (С. 252), которые в основном реализуются в формате ГЧП. Представляется важным рассмотрение возможности объединения этих подходов для создания инструмента «зонтичного» финансирования проектов ГЧП с использованием методологии «Фабрики Проектного Финансирования». Кроме этого, бухгалтерская отчетность малых предприятий построена на данных РСБУ. Организации, которые относятся к субъектам малого предпринимательства, как правило, могут применять упрощенные способы ведения бухгалтерского учета и рассчитать показатели как MIRR, так и IRR крайне затруднительно.

Важно отметить, что приведенные замечания и дискуссионные положения не снижают значимости проведенного автором исследования.

### **Заключение о соответствии диссертации требованиям Положения о порядке присуждении ученых степеней**

Диссертационная работа Цехомского Николая Викторовича «Развитие методологии смешанного финансирования инвестиционных проектов с участием государства» представляет собой законченную научно-исследовательскую работу, содержит значимые теоретические и практические результаты, имеющие важное значение для социально-экономического развития страны.

В результате проведенного исследования автором была достигнута поставленная цель, подтверждена выдвинутая гипотеза исследования – предложены, соответствующие национальным целям принципы, и разработаны, а также апробированы предлагаемые методы, показывающие возможности долгосрочного финансирования проектов с государственным участием, направленных на достижение национальных целей развития Российской Федерации, в т.ч. достижение технологического и инфраструктурного суверенитета и повышения качества жизни населения.

Структура диссертации логична и последовательна, согласована с поставленной автором целью и сформулированными задачами исследования. Теоретические и практические разработки автора отличаются глубиной исследования, в достаточной степени аргументированы. Основное содержание работы отражено в публикациях и изложено в автореферате, который соответствует содержанию диссертации.

Диссертационная работа соответствует критериям, установленным Положением о присуждении ученых степеней, утвержденным 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, а ее автор Цехомский Николай Викторович заслуживает

присуждения ему искомой ученой степени доктора экономических наук по специальности 5.2.4. «Финансы».

### Официальный оппонент

Профессор, доктор экономических наук,  
профессор кафедры финансов устойчивого развития  
ФГБОУ ВО «Российский экономический  
университет имени Г.В. Плеханова»  
(г. Москва),

**Лещинская Александра Федоровна**



(Подпись)

1.02.2025



ПОДПИСЬ *Лещинской А.*  
удостоверяю  
Специалист по работе с персоналом *Баскова СВ*  
*01.02.2025* г.

### Сведения об оппоненте:

Лещинская Александра Федоровна – профессор, доктор экономических наук, профессор кафедры финансов устойчивого развития, федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего образования (ФГБОУ ВО) «Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова» (115054, Москва, Стремянный переулок, д.36)

тел. 8 967 258 88 60, e-mail: [Leschinskaya.AF@rea.ru](mailto:Leschinskaya.AF@rea.ru),

докторская диссертация защищена по специальности 08.00.10 - Финансы, денежное обращение и кредит.