

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,

Черненко Владимира Анатольевича

на диссертационную работу Цехомского Николая Викторовича на тему:

«Развитие методологии смешанного финансирования инвестиционных проектов с участием государства», представленную на соискание ученой степени доктора экономических наук по специальности

5.2.4. «Финансы»

Актуальность диссертационного исследования не вызывает сомнений. В новой современной геополитической реальности, трансформации от однополярной к многополярной модели развития, в условиях развития международных отношений, модификации архитектуры экономических отношений, в том числе финансово-кредитных выдвигаются принципиально новые требования к моделям, методологии и методам решения экономических проблем в экономике страны.

Комплексная «перезагрузка» экономики в условиях формирования нового миропорядка предполагает широкое использование ресурсного потенциала, инвестиционного инструментария, обеспечивающих процесс воспроизводства бизнес-среды и повышение качества жизни населения.

Сквозной характер финансовых отношений предусматривает широкое использование инвестиционного инструментария, форм, методов, направленных на решение комплекса задач по обеспечению устойчивости и роста национальной экономики.

Новая парадигма экономического развития России, направленная на обеспечение технологического суверенитета, становится краеугольным

камнем архитектуры развития инвестиционной политики. Активизируются исследования финансовой стабильности, в том числе в финансово -кредитной и бюджетной сферах.

Актуальность и значимость диссертационного исследования Цехомского В.Н повышается в условиях санкций, обеспечения национальной и технологической независимости, приоритетных направлений развития экономики России.

Научная новизна и значимость результатов диссертации

Результаты диссертации, обладающие научной новизной, объединяют теорию, методологию и методику исследований смешанного финансирования инвестиционных проектов с участием государства.

Теория исследований смешанного финансирования инвестиционных проектов с участием государства

Соискателем предлагается модифицировать (расширить) принцип рациональности, понимая под ним такое поведение агентов-участников инвестиционного процесса, которое позволяет достигать заданные цели всеми участниками в долгосрочном периоде (в том числе и максимизацию прибыли отдельными участниками (стр. 27). На основе анализа различных источников сформулированы отличия социально-ориентированного инвестирования от иных видов инвестирования(стр.39). Предложена авторская классификация видов инвестпроектов(стр.43). На основе исследования различных точек зрения на дефиницию «проектное финансирование» определено, что – это метод финансирования крупных и долгосрочных инвестиционных проектов, отличительной чертой которого является то, что возврат инвестиций обеспечивается за счет доходов от реализации самих этих проектов, без привлечения иных источников, а «проектное финансирование» и «финансирование проектов» – это разные понятия(стр.49).

Анализ развития финансовой системы РФ во взаимосвязи с развитием экономики страны определил необходимость создания специального

направления («длинные деньги») в системе российских финансов, направленного на достижение национальных целей Российской Федерации, в т.ч. достижение технологического суверенитета и повышение качества жизни населения, с использованием инструментария финансирования долгосрочных крупных инвестиционных проектов(стр.63).

Выделены: пять этапов развития синдицированного финансирования (стр.82, Приложение Б), группы факторов, сдерживающих развитие синдицированного финансирования в Российской Федерации (стр.85-86, Приложение Б), а также основные аспекты государственно-частного партнерства в инвестиционной деятельности в России (стр.102 -103).

В работе дано теоретическое обоснование механизма категоризации инвестиционных проектов (стр. 108-125): предложены методы расчета доходности инвестиционного проекта и анализ их применимости в реалиях проектного финансирования в России, рассмотрены основные подходы к расчету доходности проекта и требуемой доходности со стороны инвестора; сформулированы предпосылки модели доходности актуальной для использования в проектном финансировании. На основе исследования категоризация инвестиционных проектов: взгляд со стороны риск-профиля (стр.125 – 128) выделены четыре категории проектов. Рассмотрено моделирование ценообразования для различных типов инвестиционных проектов с использованием мер государственной поддержки (стр.122 -148): выделены фонды ВЭБ.РФ, приведены риски и обоснована сложность привлечь международных игроков, крупных опытных подрядчиков из-за высоких рисков. В этой связи автор исследовал метод снижения влияния модельных рисков проекта на реализуемость проекта и объемы необходимой государственной поддержки (стр.148 -160).

Автором рассмотрены основные характеристики программы «Фабрика проектного финансирования» (стр. 162 – 171) и развитие инструментов программы «Фабрика проектного финансирования» (стр.171 -181). Обосновано, что Фабрика – надежный инструмент привлечения

внебюджетных источников финансирования в долгосрочные капиталоемкие проекты реального сектора экономики(стр.167), а снижении интереса инвесторов к приобретению облигаций СОПФ и увеличение санкций недружественных стран позволило автору предложить новый механизм направления средств ФНБ в облигации СОПФ (стр. 178). Анализ механизма повышения бюджетной эффективности проектов с государственной поддержкой, реализованных через программу «Фабрика проектного финансирования (стр.181 -192) позволил автору разработать принципиально новый подход к предоставлению субсидии в рамках Фабрики, а внедрение Транша «Г» потребует внесения изменений в законодательство (помимо изменений в программу «Фабрика проектного финансирования»).

Автором проведен анализ применения предлагаемого инструментария программы «Фабрика проектного финансирования» на условном примере и предложен кейс: «Проектное финансирование строительства завода по производству метанола из природного газа с применение нового инструментария программы «Фабрика проектного финансирования» (192-201).Обосновано, что использование предложенного инструментария позволяет достичь положительных эффектов для всех участников: инициатора, банков, государства, ФНБ, фонда акционерного капитала(стр.197-199) и приведена таблица: Конфигурация «Фабрики проектного финансирования»(стр.200-201). Автором предложен инструментарий программы «Фабрика проектного финансирования» для финансирования МСП; создание «зонтичных» программ на принципах Фабрики (стр.201 – 209).

При разработке концепции финансирования инвестиционных проектов на базе таксономии проектов, обеспечивающих повышение качества жизни в городах/регионах/стране, соискателем проведены исследования, имеющие теоретическую значимость(стр.211–277): проблемы с практической реализацией принципов устойчивого развития, приведены основные нормативно–правовые акты Российской Федерации, затрагивающие

концептуальные вопросы устойчивого развития, выделены основные направления в городской урбаномике; предложено целесообразным в первую очередь рассматривать влияние инвестиционных проектов на обеспечение устойчивого развития и повышение качества жизни в городах, приведена методика расчета Индекса качества среды для жизни, базирующая на ключевых элементах индексов ОЭСР; Индекс качества жизни ВЭБ.РФ (Индекс ВЭБ.РФ) и общая методология расчета Индекса ВЭБ.РФ применительно к исследуемым городам; на основе анализа внешней среды сделан вывод о наличии запроса на комплексный документ долгосрочного стратегического планирования; предложена разработка «Колеса качества жизни» и инструментов бюджетного финансирования инвестиционных проектов, в том числе выделено итоговое соотношение направлений «Колеса КЖ» и Индекса качества жизни ВЭБ.РФ; дан Общий алгоритм применения подхода к определению приоритетности (стратегической значимости) для государственного сектора инвестиционных проектов, направленных на развитие городов; предлагается учитывать бюджетные и социальные эффекты и после их оценки - выделение групп рассматриваемых проектов; предложен авторский вариант сочетания двух инструментов: методологии для определения приоритетности (стратегической значимости) проектов для госсектора и модели ценообразования для финансирования проектов с государственной поддержкой; разработан инструментарий для оценки бюджетных и социальных эффектов от реализации инвестиционных проектов «Колеса КЖ», том числе выделены группы эффектов, учитываемые при разработке инструментария для оценки бюджетной и социальной эффективности инвестиционных проектов «Колеса КЖ»; определено, что перспективным направлением дальнейшего развития разработанного инструментария является попытка монетарной (денежной) оценки влияния социальной эффективности на прирост бюджетных поступлений соответствующей территории; представлен алгоритм применения инструментария оценки влияние инфраструктурного проекта на качество

жизни людей в городе с помощью Индекса качества жизни ВЭБ.РФ. В рамках авторской концепции предлагается использовать в расчете Индекса качества жизни ВЭБ.РФ распределение весов направлений Индекса качества жизни ВЭБ.РФ, а также факторы, выделяющие важные отраслевые либо прочие социально-экономические аспекты в рамках направлений.

Методология исследований смешанного финансирования инвестиционных проектов с участием государства.

Концептуальные положения диссертации детерминируют проблемные вопросы, принципы и методы исследования смешанного финансирования инвестиционных проектов с участием государства, система которых становится самостоятельным достижением автора.

В диссертации определены основополагающие вопросы исследования смешанного финансирования инвестиционных проектов с участием государства, обоснована и показана их системная взаимосвязь. К таким вопросам отнесены следующие:

- Основные положения теорий инвестиций, экономического развития в целях применения в современных условиях.
- Концепция смешанного (блендированного) финансирования,
- Обоснование механизма категоризации инвестиционных проектов.
- Расширения инструментария методологии программы «Фабрика проектного финансирования» (Фабрика, ФПФ).
- Выявление причины ограниченных возможностей секьюритизации финансирования, предоставленного программой «Фабрика проектного финансирования».
- Решения повышения бюджетной эффективности мер поддержки проектов, реализуемых в программе ФПФ.
- Разработки методологии проектного финансирования для субъектов малого и среднего предпринимательства.
- Разработки подхода к определению приоритетности

(стратегической значимости) инвестиционных проектов для государственного сектора,

- Разработки и апробации инструментария для оценки бюджетных и социальных эффектов инвестиционных проектов с использованием Индекса качества жизни ВЭБ.РФ и иных показателей достижения ЦУР.

Содержательные требования к методологии исследования дополнены требованиями информационно-эмпирической базой(стр.9-10).

Методы исследования смешанного финансирования инвестиционных проектов с участием государства в диссертации систематизированы.

Методические рекомендации по развитию исследований смешанного финансирования инвестиционных проектов с участием государства

Соискатель предлагает методические рекомендации по организации исследований смешанного финансирования инвестиционных проектов с участием государства. Частично они включают выводы и рекомендации по структуре и содержанию исследований. Эти рекомендации нельзя принципиально разделять с методологическими положениями диссертации. Поэтому отдельно отметим те результаты исследования, которые содержат конкретные методические алгоритмы выбора методов, показателей, критериев, признаков, источников информации, обоснования выводов.

Внимания в этом плане заслуживают следующие новые научные результаты диссертации:

- Рекомендации по модификации (расширению) принципа рациональности, понимая под ним такое поведение агентов-участников инвестиционного процесса, которое позволяет достигать заданные цели всеми участниками в долгосрочном периоде (в том числе и максимизацию прибыли отдельными участниками) (стр.63).
- Целесообразности создания специального направления («длинные деньги») в системе российских финансов,

направленного на достижение национальных целей Российской Федерации, в т.ч. достижение технологического суверенитета и повышение качества жизни населения, с использованием инструментария финансирования долгосрочных крупных инвестиционных проектов(стр.63).

- Предложен метод снижения влияния модельных рисков проекта на реализуемость проекта и объемы, необходимой государственной поддержки с использованием механизмов контрциклического хеджирования и инструмента «cash sweep» для крупных сырьевых инвестиционных проектов(стр.161).
- Разработаны: подход к определению приоритетности (стратегической значимости) для госсектора инвестиционных проектов, направленных на развитие городов; понятие и модель «Колеса качества жизни (КЖ)» для городских территорий; методика классификации типов инвестиционных проектов по их стратегической значимости, направленных на развитие городов; предложен инструментарий бюджетного финансирования таких проектов, в т.ч. модель ценообразования для смешанного финансирования проектов; предложены методы оценки социальных и экономических эффектов от внедрения городских инфраструктурных проектов(стр.277-278).

Научная новизна положений и выводов диссертационного исследования обуславливает его *теоретическое значение*. Соискателю удастся добиться синергетического эффекта приращения научного знания за счет синтеза экономических и неэкономических (философских, юридических) воззрений на предмет исследования.

Новаторские идеи привносятся в теорию финансов и кредитно-финансовых систем. Методология финансовых исследований и научная гипотеза соискателем подтверждены. Таким образом, создаются предпосылки

развития научных знаний о смешанном финансировании инвестиционных проектов с участием государства. Обозначаются вехи будущих исследований.

Диссертация имеет *практическое значение*

Прежде всего, это значение бесспорно для преподавательской деятельности. Стоит рекомендовать ее к использованию в программах высшего образования при подготовке к научно-исследовательским семинарам и дисциплинам финансовой специальности.

Кроме того, успех оценки и мониторинга смешанного финансирования инвестиционных проектов с участием государства невозможен в отсутствие научно обоснованной методологии мониторинга смешанного финансирования инвестиционных проектов с участием государства. Поэтому результаты диссертационного исследования имеют прикладное значение, а научно-методические разработки могут использоваться в учебном процессе в преподавании дисциплин по банковской деятельности, финансовому менеджменту, инновационной и инвестиционной деятельности как для обучающихся по базовым программам, так и для слушателей программ дополнительного профессионального образования.

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 проектного финансирования как на федеральном, так и на региональном уровнях.

Обоснованность и достоверность результатов диссертации подтверждается следующим. Выводы и рекомендации соискателя методологически доказательны. Аргументация автора профессиональна, убедительна, не содержит противоречий и пропусков. Полученные результаты могут быть воспроизведены и проверены, чему способствует публикация основных положений исследования.

Структура обоснования результатов, используемая соискателем, соответствует условиям формирования нового научного знания. Процесс

диссертационного исследования выверен, имеет четкий структурно-функциональный вектор. Вначале раскрывается проблематика, ставятся вопросы исследования, детерминируется выбор научных методов. По итогам их применения формулируются полные, понятные и корректные выводы. Они дают основание судить о завершенности диссертации – о том, что цель и задачи исследования достигнуты.

Список литературы отражает добротную теоретическую базу диссертации. Подробно проработаны не только научные публикации по теме исследования, но и методические, информационные источники. При этом соискателя нельзя обвинить в конформизме, предвзятости. По всем основным положениям диссертации сформулирована самостоятельная, однако убеждающая точка зрения.

Выбор методов диссертационного исследования содержательно и функционально обоснован. Достигается логическое единство эмпирических и теоретических методов. Требуется упоминания мощный понятийный аппарат исследования. Удачно представлена статистика и финансовая аналитика.

Дискуссионные вопросы и замечания

При общей положительной оценке диссертационного исследования Цехомского Н.В. следует отметить, что ряд выводов и результатов имеют дискуссионный характер:

1. Правомерна позиция автора в том, что для экономики России – наращивание (не сворачивание) денежной массы для достижения главной цели макроэкономического развития — роста ВВП предполагает неизбежное участие государства в формировании денежной массы (стр.26-27). Правомерно было обосновать условия расширения денежной массы и причины низкого коэффициента монетизации в стране по сравнению с некоторыми зарубежными странами.

2. Проведенное исследование позволило выделить группы факторов (внешних и внутренних), сдерживающих развитие

синдицированного финансирования в Российской Федерации (Таблица 3), стр. 85-86, Приложение Б. Закономерно, что автору следовало предложить направления (кроме предложенных в работе), регулирующие экономические отношения по развитию синдицированного финансирования.

3. При рассмотрении концепции блендированного финансирования (С.105 – 108) приводятся различные стороны финансирования инвестиционных проектов, в том числе – домохозяйства и неквалифицированные инвесторы, участвующие в финансировании проектов через финансовых посредников. Представляется, что данная концепция в большей степени актуальна для американских реалий, где высока доля участия граждан в финансовой системе, в т.ч. – путем приобретения сложных структурных продуктов, нежели для России, где доля участия российских граждан на финансовых рынках остается низкой, несмотря на усилия государственных институтов развития на данном направлении.

4. Анализ рынка смешанного финансирования инвестиционных проектов с участием государства выявил проблемы инвестиционной активности: значительной волатильностью рынка капитала и агрессивной монетарной политикой Банка России, создающей негативное давление на стоимость компаний и их рыночные мультипликаторы в результате перетока сбережений из рынка капитала в сбережения инвесторов, размещаемые на банковских депозитах(стр.136); низкую мотивированность крупнейших банков страны в синдицированном кредитовании(стр.85); ограничение инвестирование Фондов(стр.134); сложности использования ЕРС подрядчиков(стр. 147 -148); риски основных участников(стр. 149-150); несовершенство механизм работы Фабрики(стр.164 -165). Поэтому автором предложен иной механизм обеспечения фондирования Траншей «А» за счет размещения средств Фонда национального благосостояния в долговые обязательства СОПФ по привлекаемым им облигационным займам(стр.176).

Необходимо пояснить как новый механизм повлияет на результаты работы Фабрики. Согласно таблице 5 объем участия ВЭБ.РФ. РФ в общей стоимости проектов (по нашим расчетам) составляет около 15 %.

5. Исследование направлено на стимулирование инвестиционной активности в России в рамках одного института (группы институтов) – ВЭБ.РФ, что ограничивает инструментарий инвестиционной поддержки, рост ВВП, технологическую независимость страны. Для увеличения объема стратегически важных проектов, развитие инфраструктуры, логично было обозначить альтернативные варианты регулирования экономики ЦБ и Минфином.

Указанные выше замечания и дискуссионные вопросы не снижают ценности проведенного исследования автором.

Заключение о соответствии диссертации критериям, установленным Положением о присуждении ученых степеней

Диссертационное исследование Н.В. Цехомского является самостоятельной, завершённой научно-квалификационной работой, в которой изложены новые с научной и практической точки зрения результаты: основные положения и выводы диссертации создают научно-методическую основу необходимости расширения государственного участия в проектном финансировании крупных долгосрочных проектов, что позволяет открыть новое направление в российской финансовой системе, связанное с решением проблемы «длинных денег», направленное на достижение национальных целей, в том числе достижение технологического суверенитета и повышения качества жизни населения. Считаю, что результаты работы имеют важное социально-экономическое значение, а их внедрение внесет весомый вклад в экономическое развитие страны.

Вклад соискателя мы расцениваем как существенный по следующим направлениям (пунктам Паспорта) научной специальности 5.2.4 – Финансы:

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 требованиям п.9 Положения о присуждении ученых степеней, а ее автор, Цехомский Николай Викторович, заслуживает присуждения искомой степени доктора экономических наук по специальности 5.2.4. «Финансы».

Официальный оппонент:

д.э.н., профессор, профессор кафедры Р4 «Экономика, организация и управление производством» ФГБОУ ВО «Балтийский государственный технический университет «ВОЕНМЕХ» им. Д.Ф. Устинова» (г. Санкт-Петербург),

Черненко Владимир Анатольевич


Подпись

Черненко В.А.

28.01.2025
дата

Контактные данные:

Черненко Владимир Анатольевич – доктор экономических наук (специальность 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит), профессор, профессор кафедры экономики, организации и управления производством ФГБОУ ВО «Балтийский государственный технический университет «ВОЕНМЕХ» им. Д.Ф. Устинова» (г. Санкт-Петербург).

Адрес: 190005, г. Санкт-Петербург, 1-я Красноармейская, д. 1

Телефон: +7 (812) 316 23 94

Адрес электронной почты: komdep@bstu.spb.su

ПОДПИСЬ
УДОСТОВЕР

НАЧА
КАД
СЕ



Черненко В.А.

28.01.2025