

В Диссертационный совет 99.0.139.02 при
ФГБУ НИФИ «Научно-исследовательский
финансовый институт Министерства финансов
Российской Федерации» и
АНО ВО «Международный банковский
институт имени Анатолия Собчака»

ОТЗЫВ НА АВТОРЕФЕРАТ

диссертационной работы 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»

Диссертация Н.В. Цехомского посвящена развитию методологии смешанного финансирования инвестиционных проектов с участием государства. Реализация крупных инвестиционных проектов с государственным участием, как известно, является одним из ключевых факторов экономического роста, обеспечения сбалансированного развития территорий, занятости и инвестиционного спроса. Однако такие проекты требуют особых механизмов финансирования, что связано с множественностью привлекаемых источников и большим количеством факторов риска. Вследствие неразвитости таких механизмов в российской экономике в течение длительного периода времени существует проблема недостаточности «длинных денег» для финансирования крупных инвестиционных проектов. Поэтому развитие теории и методологии проектного финансирования с участием государства является актуальной научной и практической задачей.

Справедливо обосновывая расширенную, по отношению к другим инвесторам, роль государства в финансировании таких проектов (что обусловлено необходимостью преследовать не только коммерческие, но и стратегические цели, реализовывать социальные и прочие неквантифицируемые эффекты), автор разрабатывает концепцию блендированного (смешанного) финансирования крупных инвестиционных проектов с участием государства (рис. 1 на с. 13 автореферата). На основе разработанной концепции возможна максимизация целевых показателей для всех участников проекта, при этом государство играет расширенную роль, преследуя не только максимизацию прибыли, но и достижение стратегических приоритетов. Конечная стоимость финансирования проектов, в соответствии с заявленным автором подходом, представляет собой функцию трех параметров - стратегической значимости проекта, стоимости привлечения финансовых ресурсов и риска - для трех ключевых участников проекта: государства, коммерческих банков (кредиторов), аккумулирующих ресурсы домохозяйств, и инициаторов проекта (инвесторов), привлекающих в качестве соинвесторов фонды прямого (долевого) финансирования. При этом, поскольку соотношение этих факторов может быть индивидуально для каждого проекта, соискатель предлагает новый подход к классификации крупных инвестиционных проектов с участием государства, учитывающий не только классические показатели риска и доходности, но и качественные характеристики проектов. Выделено четыре категории проектов (с.

16-17 автореферата), для которых разработаны метрики оценивания их эффективности и состоятельности. Предложены инновационные авторские методы расчета требуемой доходности инвестиционных проектов: спецификация многофакторной эмпирической модели, концепции risk-typical return (RTR) – доходность, типичная для инвестора с заданным риск-профилем в конкретном секторе; Return-at-Risk (RaR) – экстраполяция метода Value-at-Risk (VaR) на доходность проекта. В развитие этого подхода на с. 20-21 автореферата рассмотрен новый подход к оценке уровня риска проекта и формирование механизма ускоренного погашения долга, удешевляющего, за счет гибкости относительно внешних условий реализации, стоимость проектного финансирования. С учетом разработанной методологии предложена и обоснована модификация структурирования займов в рамках программы «Фабрика проектного финансирования», показано на реальном кейсе, как удешевляется финансирование крупного инвестиционного проекта (с. 27-29 автореферата).

Интерес представляет разработанная в диссертации адаптация предложенного подхода под привлечение к участию в инвестиционных проектах предприятий малого и среднего бизнеса, а также задачи городской экономики (в рамках инвестиционных проектов «Колесо качества жизни») для достижения целей устойчивого развития. Расчет бюджетных эффектов от реализации крупных инвестиционных проектов городских экономик обоснован и показан на конкретном примере (с. 28-30 автореферата).

Теоретическая значимость исследования обусловлена разработкой инновационного подхода к обоснованию нового механизма блендированного финансирования инвестиционных проектов, что связано с классификацией этих проектов, выделением для каждой категории проектов типов эффектов и специфических рисков, обоснованием методов оценки и ключевых показателей состоятельности такого проекта, расчета бюджетных эффектов и их взаимосвязи с рисками проектов. Практическая ценность обусловлена и проиллюстрирована через применение предложенной методологии к разработке ряда методик, применимых для реализации инвестиционных проектов с участием государства на различных уровнях управления.

Автореферат написан хорошим академическим языком, характеризуется внутренней логикой. Исходя из текста автореферата можно сделать выводы об обоснованности, новизне и достоверности разработанных в диссертации положений и выводов, выносимых на защиту.

В то же время, можно отметить некоторые дискуссионные положения.

1. На с. 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 с. 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.

Отмеченные положения носят дискуссионный характер и не влияют на оценку качества проведенного исследования.

Судя по автореферату, можно сделать вывод, что в диссертации решена крупная научная проблема, связанная с привлечением финансирования для реализации долгосрочных инвестиционных проектов с участием государства, так называемых «длинных денег». Решение этой проблемы имеет большое значение для обеспечения экономического роста в России, инновационного развития, повышения качества жизни населения. Публикации автора, перечисленные в автореферате, соответствуют содержанию диссертации. Результаты диссертации прошли апробацию на крупных научных конференциях, получили практическое применение.

Диссертация «Развитие методологии смешанного финансирования инвестиционных проектов с участием государства» соответствует паспорту научной специальности 5.2.4. «Финансы», предъявляемым требованиям Положения о порядке присуждения ученых степеней в части, относящейся к докторским диссертациям. Соискатель, Цехомский Николай Викторович, заслуживает присуждения учёной степени доктора экономических наук по специальности 5.2.4. «Финансы».

Заведующий кафедрой финансов и учета

Института «Высшая школа менеджмента» Федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего образования «Санкт-Петербургский государственный университет», доктор экономических наук (08.00.05 - Экономика и управление народным хозяйством), профессор



Рогова Елена Моисеевна

199034, г. Санкт-Петербург, Университетская набережная, д. 7/9, www.gsom.spbu.ru
<https://gsom.spbu.ru/about-gsom/faculty/rogova>

27 января 2025 г.

