

ОТЗЫВ

официального оппонента д.э.н., профессора Никоновой Ирины Александровны на диссертационную работу Титова Виктора Олеговича на тему «Проектное финансирование инновационных инвестиционных проектов», представленную на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.10 – «Финансы, денежное обращение и кредит».

1. Актуальность темы диссертационного исследования

Диссертационная работа Титова В.О. выполнена на, несомненно, актуальную тему, учитывая задачи по развитию проектного финансирования, сформулированные Президентом России В.В. Путиным на Санкт-Петербургском международном экономическом форуме в 2014 г. и соответствующий Перечень поручений о дополнительных мерах по стимулированию экономического роста (Пр-1159 от 14.05.2014).

Проектное финансирование является эффективным механизмом финансирования масштабных международных и национальных инвестиционных проектов, применяемым практически во всех отраслях и секторах экономики.

Применение проектного финансирования в инновационной сфере для инновационных инвестиционных проектов в России весьма ограничено, что частично связано с недостаточным методологическим и методическим обеспечением применения этого механизма.

Поэтому поставленная цель работы – «разработка и обоснование комплексного подхода к проектному финансированию в высокотехнологичных отраслях с учетом особенностей инвестиционного механизма реализации инновационных проектов в условиях России» представляется обоснованной и имеющей потенциал для научного исследования.

2. Степень обоснованности научных положений, выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертации

Обоснованность научных положений диссертационного исследования обусловлена использованием концептуальных понятий, изложенных в трудах зарубежных и отечественных ученых экономистов по рассматриваемой проблематике, использованием в диссертационном исследовании фундаментальных трудов, актуальных публикаций по тематике проектного финансирования и совершенствования механизма финансирования инвестиционных процессов.

Обоснованность научных положений также обеспечивается информационной и нормативной базой проведенного исследования: применением Федеральных законов РФ, приказов, распоряжений и постановлений Правительства РФ, данных Федеральной службы статистики РФ, Евростата, материалов международных консалтинговых компаний, специализированных компаний проектного финансирования, общероссийских и

международных научных конференций, публикаций в российских и зарубежных научных периодических изданиях по исследуемой проблеме.

Основные научные положения, выводы и рекомендации, сформулированные в диссертации, прошли апробацию. Содержание диссертационного исследования опубликовано в 19 работах, включая 6 статей в изданиях, рекомендованных ВАК РФ. Общий объем научных публикаций по исследуемой проблематике составляет 6,3 п.л. Основные положения диссертации были доложены, обсуждены и одобрены на конференциях международного, федерального и межвузовского уровня в период 2010-2014 гг., а также были использованы в учебном процессе на экономическом факультете СПбГУ.

Анализ диссертационной работы показывает, что выполненное автором исследование проектного финансирования инновационных инвестиционных проектов содержит необходимые элементы научной новизны и практической значимости.

3. Достоверность и новизна научных положений, выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертации

Достоверность результатов исследования, обладающих научной новизной и полученных лично автором, обеспечивается:

- методологией проведенного исследования, базирующейся на комплексном и системном подходах к предмету исследования;

- применением научных методов познания, системного и комплексного анализа, дополненных методами экономического, математического моделирования, анализа и синтеза, а также другими методами научного познания;

- достижением цели исследования и соответствием полученных выводов и рекомендаций поставленным в исследовании задачам;

- апробацией результатов исследования в публикациях автора, в том числе в журналах рецензируемых ВАК РФ, выступлениях на конференциях, а также проведением учебных дисциплин.

Научная новизна проведенного Титовым В.О. диссертационного исследования заключается в разработке системы методов, инструментов и методик оценки инновационных инвестиционных проектов и оптимизации системы их проектного финансирования.

Наиболее существенные результаты, полученные автором, их научная новизна.

В первой главе исследованы теоретические аспекты проектного финансирования: проведен анализ мировой истории развития проектного финансирования, большого объема статистических данных о сделках проектного финансирования; дана всесторонняя и детальная характеристика мировой и российской практики проектного финансирования. Автор делает обоснованный вывод, что развитие проектного финансирования способствует росту ВРП и ВВП (с. 10-30).

Несомненный практический и научный интерес представляют обобщения статистических данных об объемах и структуре сделок проектного финансирования в мире, на основе которых автором построены эконометрические модели связи объема сделок проектного финансирования с объемом мирового ВВП, влияния темпов роста NPV проектов (по данным компании Thomson Reuters) на темпы роста мирового ВВП (с. 25-28).

Раскрывая сущность понятия «проектное финансирование» и механизма его реализации, автор на основе детального анализа работ зарубежных и российских ученых предлагает классификацию его основных признаков и видов (с. 30-43). В работе предложено понятие «система проектного финансирования», дана его авторская трактовка которая позволяет рассматривать проектное финансирование в качестве современного инструмента финансирования капиталоемких инновационных проектов (стр. 34).

На основе классификации моделей и методов финансирования инвестиционных проектов автором выявлены преимущества проектного финансирования в обеспечении реализации капиталоемких долгосрочных высокорискованных проектов (с. 43-60).

Во второй главе диссертационной работы представлены результаты обзора научных работ зарубежных и российских ученых в области инноваций, определены особенности финансирования инновационного развития за рубежом и в РФ. Автор проанализировал большой объем статистических данных о затратах на НИОКР, структуре инвестиций в основной капитал, структуре источников финансирования НИОКР в разных странах (с. 61-66).

Научную ценность представляют также выводы автора о структуре затрат на инновации в РФ, показателях рентабельности инвестиций высокотехнологичного сектора экономики РФ (с. 67-78).

В работе обоснованы положения, что «государство должно стать ключевым субъектом инновационной системы проектного финансирования, формирующим национальную стратегию инновационного развития...» и взаимодействие государства и бизнеса в рамках реализуемых инновационных программ на принципах проектного финансирования является взаимовыгодным (с. 76-78).

Автором сформулированы основные принципы взаимодействия ключевых субъектов в рамках системы проектного финансирования и предложена схема перераспределения денежных средств между ними. В основу данной схемы положена идея создания специального инвестиционного подразделения в Инвестиционном фонде РФ (с. 78-83, 95), которое будет проводить анализ всех инновационных идей и проектов, отбирать проекты для финансирования, осуществлять их мониторинг и оценку эффективности, а также будет основным владельцем SPV и владельцем всех созданных по проекту активов.

Изложены предложения автора об организационно-правовой форме SPV, развитии механизмов залога, страховой и гарантийной поддержки, видов

банковских счетах, инструментах финансирования SPV, включая международные (с. 83-95).

Третья глава исследования посвящена анализу существующих методик анализа и оценки инвестиционных проектов, разработке комплекса математических моделей оценки качества проектов и схемы их финансирования.

Автор подчеркивает важность в системе проектного финансирования роли генерального подрядчика и методологии его выбора. В связи с этим большой объем исследования посвящен обзору существующих методов оценки инвестиционной привлекательности предприятий и оценки их финансового состояния; предложен методический подход по определению инвестиционной привлекательности генподрядчика в высокотехнологичных отраслях (с. 104; с. 112).

На основе регрессионного анализа статистических данных автором построены эконометрические модели зависимостей выручки предприятий фармацевтической промышленности от показателей ликвидности, рентабельности активов и др., предложена математическая модель (с. 102) нахождения (методом множителей Лагранжа) максимума функции выручки фармацевтического предприятия от показателей финансово-хозяйственной деятельности.

Самостоятельный научный и практический интерес представляют решения автора по пороговым значениям показателей финансово-хозяйственной деятельности фармацевтических компаний, позволяющие достичь максимума выручки (с. 104).

В работе, на основе проведенного исследования, выявлены и классифицированы риски, свойственные инновационным программам, на основе которых предложена модель оценки рисков, позволяющая рассчитать интегральный показатель по каждой категории риска (с. 111).

Автор обоснованно считает, что эффективность применения проектного финансирования зависит от инструментов проектного анализа – экономико-математических моделей оценки качества инновационных проектов и моделирования процесса финансирования проектной компании.

В отличие от существующих методик оценки эффективности инвестиционных проектов в диссертации предложена методика, комплексной многокритериальной оценки качества инновационной программы (114-130). Модель основана на экспертных оценках компонент векторов показателей, характеризующих «организационные, технические, технологические, научно-технические и экологические характеристики, системы мониторинга реализации»; экономические характеристики проектов автор предлагает задавать стейкхолдерам системы проектного финансирования. Автор каждому блоку показателей ставит в соответствие бюджет изменений, выполняющий функцию ограничений в задаче многокритериальной оптимизации.

В качестве инструмента оценки и выбора оптимальной схемы финансирования проекта автором предложена математическая модель

денежных средств, которые необходимы проектной компании на нулевом этапе (с. 119), и модель определения сальдо всех денежных потоков проекта (с. 122), которая позволяет учесть состав и характер влияния различных факторов на результативность инновационных программ с государственным участием. Автор относит данные модели к чисто концептуальным (с. 124) и предлагает детерминированную модель баланса средств для разных периодов проекта (с. 127) с целью обеспечения реализации инновационных программ на принципах проектного финансирования. Автор предлагает считать реализацию предложенных им моделей основой для формирования «оптимального варианта инновационной инвестиционной программы» (с. 131).

Несомненно, разработанные автором математические модели имеют определенную научную ценность и дополняют теоретические представления о степени, характере и эффекте реализации инновационных программ.

Разработанный Титовым В.О. комплекс взаимосвязанных экономико-математических моделей и методик оценки качества инновационных проектов, выбора генподрядчика, оценки необходимого объема финансирования имеет важное значение для решения актуальной народнохозяйственной задачи повышения устойчивости и эффективности механизма реализации инновационных проектов на принципах проектного финансирования.

Значимость для науки результатов исследования заключается в том, что основные положения исследования развивают теоретические и методологические основы механизма проектного финансирования, создают необходимую базу для совершенствования методов планирования, реализации и оценки эффективности капиталоемких инновационных программ, а также позволяют расширить сферу применения теории принятия управленческих решений при анализе сложных экономических систем и реализации программ в высокотехнологичном комплексе.

Практическая значимость данной работы определяется тем, что в ней предложен научный инструментарий, позволяющий обосновать параметры, осуществить выбор и оценку эффективности инновационных проектов, осуществить выбор инструментов и научно обосновать объемы финансовой поддержки реализуемых инновационных инвестиционных проектов на принципах проектного финансирования.

4. Рекомендации по использованию результатов и выводов диссертации

Предложенные методики, методы и научные решения носят практический, прикладной характер и могут быть рекомендованы для апробации.

Результаты диссертационного исследования могут быть использованы для развития нормативной базы реализации инновационных инвестиционных проектов на принципах проектного финансирования, государственными структурами, кредитными организациями, частным сектором для повышения эффективности реализации инновационных инвестиционных проектов при помощи механизма проектного финансирования, обоснования параметров, выбора и оценки эффективности инвестиционных программ, определения

направлений повышения эффективности перераспределения финансовых ресурсов в системе проектного финансирования в высокотехнологичном секторе.

Теоретические и прикладные положения диссертации могут быть рекомендованы к использованию в учебном процессе при подготовке и переподготовке специалистов в области финансов, инвестиций, а также при подготовке и повышении квалификации работников банковской сферы.

Вышеизложенное позволяет сделать обоснованный вывод о теоретической и практической значимости диссертационной работы В.О. Титова.

По содержанию диссертационной работы целесообразно отметить **следующие замечания:**

1. Ряд положений и понятий, используемых автором, сформулированы недостаточно четко и требуют дополнительных пояснений:

а) содержание анализируемого показателя мирового NPV проектов, реализованных на принципах проектного финансирования, и темпов его роста (с.27);

б) авторская трактовка проектного финансирования – система как «совокупность взаимосвязанных элементов механизма (модели) ПФ» (с. 34) или же «финансовая мультиинструментальная модель с совокупностью инвестиций и долговых кредитных ресурсов специально созданной проектной компании...» (с. 43);

в) тезисы автора: «высокий уровень финансового рычага увеличивает вероятность неплатежей и строго ограничивает организаторское усмотрение» (с. 53), «при проектном финансировании отсутствуют риски, не связанные с проектом, в отличие от традиционного финансирования» (с. 54), «вложение финансовых средств в продукты и технологии в значительной степени тормозит экономическое развитие любой страны» (с. 59), «инструменты, используемые для финансирования проектной компании, - ликвидны и находятся в обращении на рынке» (с. 50);

г) использование при сравнении (с. 47-48; таблица 1.3.2) в качестве синонимов таких понятий, как «корпоративное финансирование», «корпоративное кредитование», «инвестиционное кредитование», «традиционное финансирование»;

д) структурирование и классификация множества инструментов проектного финансирования (рис. 2.3.2, с. 89);

е) неоднозначность трактовки многих финансовых терминов и понятий, используемых в разработанных моделях (например, «инновационная программа проектного финансирования», «каждая компонента векторов задается экспертами как пара величин...», «собственные средства, вкладываемые стратегическим инвестором - государством», «общая для всех (инвесторов и кредиторов) ставка дисконтирования», «зависимость процесса дисконтирования от схемы реализации проекта», «кредитная ставка процента», «стейкхолдеры системы проектного финансирования».

2. С некоторыми положениями и выводами автора трудно согласиться:

а) автор не разделяет понятия «проект» и «программа»;

б) при сравнении проектного финансирования с другими мультиинструментальными механизмами финансирования инвестиционных проектов автор к последним относит форфейтинг-модель, мезонинное финансирование, венчурное финансирование; перечисленные виды финансирования относятся к моноинструментальным видам финансирования и используются на более ранних стадиях жизненного цикла инновационного проекта, чем проектное финансирование, и при их использовании не требуется создание проектных компаний;

в) вывод о том, что основным фактором, сдерживающим инвестиции в инновации в РФ является «дефицит собственных средств предприятий» (с. 64) (в то же время на с. 69-70 показано и обосновано статистическими данными, что доля собственных средств предприятий в финансировании инноваций высокотехнологичных отраслей составляет 50%, а в заключении работы сделан вывод о «специфике инновационной системы РФ – 70% финансирования осуществляется за счет государства» (с. 134) и это связывается с тем, что «модели финансирования капиталоемких долгосрочных высоко рискованных проектов, которые смогли бы привлечь достаточное количество денежных ресурсов, абсолютно не развиты»);

г) определение понятия оптимального варианта системы проектного финансирования как системы, удовлетворяющей требованиям финансовой, экономической, технологической, организационной, информационной, маркетинговой, технической и социальной эффективности и экологической безопасности (с. 78);

д) предложение автора о создании подразделения Инвестфонда РФ (с. 78) (в то время как Фонд не является юридическим лицом), которое как предлагает автор будет проводить анализ всех инновационных идей и проектов, отбирать проекты для финансирования, осуществлять их мониторинг и оценку эффективности, а также будет основным владельцем SPV и владельцем всех созданных по проекту активов;

е) выбор характеристики инвестиционной привлекательности компании критерием отбора генподрядчика и использование показателя выручки в качестве основного показателя инвестиционной привлекательности генподрядчика (с. 96-99);

ж) признание автором ошибочными и требующими значительных доработок существующие методики оценки эффективности инвестиционных проектов, включая труды д.э.н., профессора Лившица В.Н. (с.105-106);

з) при расчетах мирового объема сделок проектного финансирования ограничивается данными только об объемах кредитования и облигационных займов (с. 15), не учитывая такой инструмент проектного финансирования как участие в капитале проектных компаний. Это приводит автора к статистически правильному, но экономически некорректному выводу, что при увеличении

объема проектного финансирования объем мирового ВВП снижается (с. 26-27, 132);

и) некоторые выводы автор делает, ссылаясь на работы других авторов, содержащих некорректные данные, а не на основе анализа официальных данных (в частности о деятельности Внешэкономбанка) (с. 65).

Указанные замечания и рекомендации не снижают научной и практической значимости выполненной автором работы.

Диссертационное исследование включает введение, 3 главы, заключение, обобщающее выводы и результаты решения поставленных задач, приложения и список использованной литературы из 240 позиций. Общий объем работы составляет 194 страницы. Диссертация грамотно написана и оформлена, ее структура логична и содержит решение поставленной проблемы.

Автореферат и опубликованные работы отражают содержание диссертации.

5. Заключение о соответствии диссертации критериям, установленным Положением о порядке присуждения ученых степеней

Область исследования диссертации соответствует требованиям паспорта ВАК Минобрнауки РФ по специальности 08.00.10 – «Финансы, денежное обращение и кредит»: пп. 3.22. Формирование эффективной системы проектного финансирования; пп. 3.25. Финансы инвестиционного и инновационного процессов, финансовый инструментарий инвестирования; пп. 5.9. Особенности оценки инноваций.

Диссертационная работа Титова В.О. «Проектное финансирование инновационных инвестиционных проектов» является самостоятельной, законченной, научно-квалификационной работой, выполненной на высоком научном уровне на актуальную тему. Она соответствует всем критериям и требованиям, установленным п. 9 «Положения о присуждении учёных степеней», утверждённого Постановлением Правительства РФ № 842 от 24 сентября 2013 г., а ее автор, Титов Виктор Олегович, заслуживает присуждения учёной степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит.

Профессор кафедры «Оценка и управление собственностью»
федерального государственного образовательного бюджетного учреждения
высшего профессионального образования

«Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»
(Финансовый университет),

д.э.н., профессор, академик РАЕН

Адрес: 125993 Москва ГСП-3,
Ленинградский проспект, д.49,
телефон: +7-495 6256626,
E-mail: irina_nikonova@mail.ru
28 ноября 2014 года


И.А.Никонова

ПРЕДСЕДАТЕЛЮ
Ученого совета
университета
Д.А. Смирнов
2014 г.