

ОТЗЫВ

официального оппонента
кандидата экономических наук
Макашевой Наталии Петровны

на диссертацию Салагор Инны Разиловны
на тему «Жилищный лизинг как инструмент финансового механизма на рынке жилой недвижимости», представленную на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит»

Актуальность темы диссертационного исследования обусловлена особой значимостью проблемы обеспеченности жильем, которая на протяжении долгих лет является одной из первоочередных проблем для подавляющей части населения нашей страны. Потребность в жилье – одна из самых насущных потребностей человека. Доступность жилья – фактор первостепенного значения как для отдельного человека, так и для государства. Обеспеченность жильем – основа благополучия и качества жизни граждан, один из главных критериев социальной политики любого государства. Право на жилище является конституционным правом гражданина России. Но реализация этого права в нашей стране сопряжена с большими трудностями.

Практическая значимость исследования обусловлена наличием комплекса проблем в жилищной сфере: неудовлетворительными жилищными условиями для значительной части населения, неснижающейся потребностью людей в жилье и отсутствием реальной возможности ее удовлетворения, прежде всего из-за несоответствия рыночных цен на жилье доходам населения, нехваткой доступного для большей части населения жилья на российском рынке.

Существующие финансовые инструменты в жилищной сфере не обеспечивают необходимого роста объемов жилищного строительства. Поэтому поиск и обоснование новых финансовых механизмов привлечения жилищных инвестиций, предпринятый автором диссертационного исследования, является, несомненно, актуальным и практически значимым.

Теоретическая значимость диссертации подтверждается необходимостью всестороннего исследования и поиска новых методических подходов к совершенствованию финансовых механизмов в жилищной сфере.

Поэтому, предложенное Инной Разиловной Салагор теоретическое обоснование и методическая разработка нового финансового механизма привлечения жилищных инвестиций с использованием инструментов лизинга, организационных схем и финансовых моделей жилищного лизинга, актуальны; имеют как теоретическое, так и прикладное значение.

Структура диссертации, цель, объект и предмет исследования, соответствие содержания работы научной специальности.

Диссертационное исследование состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованных источников из 204 наименований, 4 приложений.

Содержание работы включает 198 страниц, в том числе 150 страниц основного текста, 12 таблиц и 44 рисунка.

Диссертация оформлена в соответствии с требованиями, предъявляемыми к диссертационным работам.

Цель диссертационного исследования - разработка финансовой модели и методических основ развития жилищного лизинга как финансового инструмента инвестирования на рынке жилья, обеспечивающего привлечение инвестиций в жилищную сферу и повышающего доступность жилья для населения.

Объект исследования - жилищный лизинг как инструмент финансового механизма, обеспечивающий привлечение инвестиций в жилищную сферу.

Предмет исследования - экономические отношения, возникающие в процессе финансирования жилищных инвестиций с использованием инструментов лизинга.

Предмет исследования соответствуют обозначенной в Паспорте специальностей ВАК РФ 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» области исследований:

- п. 1.6 «Институциональные аспекты финансовой системы»;
- п. 3.25 «Финансы инвестиционного и инновационного процессов, финансовый инструментарий инвестирования»;
- п. 4.8 «Развитие финансовых отношений и принятие финансовых инвестиционных решений в домашнем хозяйстве».

Основное содержание работы.

В первой главе диссертации «Финансирование инвестиционных процессов в жилищной сфере» исследуются теоретические основы и дан анализ современного рынка жилья в России, существующих финансовых механизмов и финансовых институтов.

В п.1.1 рассматриваются основные концепции жилищных отношений: либеральная и социальная (С. 10 – 11); исследуется трансформация жилищных отношений в России (С. 11 – 12).

Автор уточняет соотношение понятий «жилищная и финансовая сфера», «жилищный, финансовый и инвестиционный рынок»; отмечает противоречивость и недостаточность теоретических исследований в сфере финансовых отношений на рынке жилья.

В рамках проведенного исследования раскрывается сущность понятия «жилищные финансы», которые автор трактует как «систему экономических отношений, возникающих между субъектами жилищной сферы в процессе их взаимодействия по поводу формирования, распределения и использования фондов денежных средств, обеспечивающих производство, распределение, обмен, использование и реновацию жилья» (С.13 – 14).

По сути, это понятие адекватно более распространенному понятию «финансы в жилищной сфере» (хотя последнее обычно рассматривается чуть шире – «финансы в сфере ЖКХ»).

Диссертантом выявлены и сформулированы ряд особенностей финансов на рынке жилья, включая особенности, характерные для современного этапа развития рынка жилья в России (С.16).

На основании проведенного в п.1.1 исследования состояния рынка жилья в России, автор делает вывод о том, что «главным ресурсным ограничением дальнейшего развития рынка жилья в России является финансовое ограничение, обусловленное недостаточностью бюджетных инвестиций и пределом платежеспособности населения» (С.27).

Пп. 1.2 и 1.3 первой главы диссертации посвящены исследованию финансовых механизмов, действующих в жилищной сфере, а также финансовых институтов на рынке жилья. Под финансовым механизмом диссертант понимает «набор взаимосвязанных элементов, способствующих организации, планированию и стимулированию использования финансовых ресурсов», включая в эти элементы:

- вид организации финансовых отношений;
- формы и способы регулирования экономических процессов и отношений;
- финансовые инструменты;
- финансовые методы;
- финансовые рычаги;
- финансовые стимулы;
- правовое, нормативное и информационное обеспечение (С.33 - 34).

На основе этого определения И.Р.Салагор формулирует понятие «финансовый механизм в жилищной сфере», рассматривая его как совокупность финансовых инструментов, форм и способов организации финансовых отношений между экономическими субъектами по поводу формирования финансовых ресурсов и финансирования процессов производства, распределения, обмена, использования и реновации жилья (С. 34).

Автор отмечает, что структура инвестиций в жилищное строительство в России в последние годы все больше приближается к структуре инвестирования в развитых странах, где в качестве источников финансирования жилищной сферы преобладают средства домохозяйств (в том числе с привлечением банковских кредитов).

Изучение финансовых инструментов привлечения инвестиций в жилищную сферу в отечественной и зарубежной практике приводит к заключению, что «решение жилищного вопроса требует совершенствования финансового механизма в жилищной сфере на основе разработки новых финансовых инструментов и финансовых институтов, обеспечивающих привлечение инвестиций в жилищное строительство и повышение доступности жилья» (С.42).

Исследование, выполненное в первой главе диссертации, завершается выводом о необходимости создания новых инструментов финансового механизма

и финансовых институтов, способных привлечь инвестиции в жилищную сферу и сделать жилье более доступным для населения (С.57).

В целом первая глава логически выверена, отличается последовательностью и завершенностью. Сделанные выводы создают основу для дальнейшего исследования и определяют структуру последующих глав.

Во второй главе «Жилищный лизинг как новый финансовый инструмент на рынке жилья» дается обоснование нового для российского рынка жилья финансового инструмента – жилищного лизинга.

Автор дает всестороннюю характеристику лизинга как инструмента привлечения инвестиций, получившего широкое распространение в мировой практике (п.2.1). Проанализировав многолетний зарубежный опыт, Инна Разиловна обосновывает возможность и преимущества использования лизинга жилой недвижимости в России. В диссертации отмечается, что операции по лизингу жилой недвижимости могут быть использованы в качестве финансового инструмента привлечения дополнительных инвестиций на рынок жилья, позволят государству и предпринимателям привлечь дополнительные средства не только в строительную, но и в лизинговую сферу (С.76).

В последующих разделах гл.2 обосновывается возможность развития жилищного лизинга в России (п.2.2), рассматриваются вопросы создания и функционирования новых специализированных финансовых институтов – жилищных лизинговых компаний (п.2.3). Отмечая, что основным препятствием к распространению предлагаемого финансового инструмента в России является несовершенство действующего законодательства, автор полагает, что основным условием развития системы жилищного лизинга является совершенствование существующей нормативно-правовой базы (С.86). Наряду с этим, подчеркивается, что для развития системы жилищного лизинга необходимо формирование механизма его государственной поддержки: создание жилищного лизингового фонда, введение налоговых льгот и ряд других мер (С.99).

В третьей главе «Финансовая модель функционирования жилищной лизинговой компании» представлены методические основы создания и функционирования жилищных лизинговых компаний, которые автор рассматривает как «новые финансовые институты, специализирующиеся на лизинге жилой недвижимости» (С.99).

В основных разделах данной главы рассматриваются: методика формирования инвестиционного портфеля лизинговой компании, методика расчета платежей по сделкам жилищного лизинга; исследуется проблема риска и способов их минимизации.

Автор акцентирует внимание на том, что «основным условием устойчивого функционирования жилищной лизинговой компании должно стать рефинансирование» (С.100). Эта концепция заложена ею в основу методики формирования портфеля финансовых инвестиций жилищной лизинговой компании (п.3.1). Рассматривая рефинансирование как «финансовый инструмент возврата капитала, вложенного в инвестиционный портфель, обеспечивающий окупаемость жилищных инвестиций, возобновляемость лизингового портфеля и финансовую устойчивость жилищной лизинговой компании» (С.101), диссертант

вводит в схему финансовых потоков жилищной лизинговой компании Фонд рефинансирования портфеля компании. Основным источником фонда рефинансирования являются лизинговые платежи, а пополнение фонда предусмотрено за счет средств из нераспределенной прибыли и неиспользованных средств фонда развития лизинговой компании. Таким образом, фонд рефинансирования рассматривается автором как дополнительный источник инвестиций лизинговой компании, позволяющий сформировать и увеличить собственный фонд жилья, предоставляемого в лизинг, и тем самым обеспечить ее постоянное рефинансирование. На этом основании Инна Разиловна заключает, что предложенная финансовая модель жилищной лизинговой компании является рефинансируемой, что позволяет сделать вывод о том, что жилищный лизинг может рассматриваться как самостоятельный эффективный бизнес. Опираясь на приведенные расчеты, она уточняет, что финансовая модель жилищной лизинговой компании может стать рефинансируемой лишь при более низком размере лизингового процента, чем средний процент по ипотечному кредитованию (С.113).

Авторская методика расчета платежей по сделкам жилищного лизинга представлена во втором параграфе данной главы. Диссертант указывает на отсутствие единой общепризнанной методики, на многообразие форм и видов лизинговых платежей, множественность факторов, влияющих на размер платы по договорам жилищного лизинга; проводит анализ методик расчета, применяемых в отечественной и зарубежной практике. Методика, предлагаемая в диссертационной работе, позволяет совместить рыночный и затратный подход к расчету лизинговой платы. Апробация методики расчета платежей по сделкам жилищного лизинга подтвердила ее адекватность и применимость в лизинговых компаниях.

Обоснованность и достоверность научных выводов и рекомендаций.

Обоснованность научных положений, выводов и заключений диссертационной работы определяется методологией исследования, основанной на фундаментальных и прикладных трудах отечественных и зарубежных авторов в области теории финансов и жилищной экономики.

Достоверность полученных результатов подтверждается использованием данных статистической отчетности по некоторым странам мира, России, Томской области, на которые автор опирается в проведении своих исследований, а также эмпирических данных, собранных диссертантом в рамках проведенного исследования и авторских расчетов.

При проведении исследования автором активно использовался электронный ресурс, о чем свидетельствует представленный библиографический список из 204 наименований, включающий более шестидесяти источников, почерпнутых из сети Интернет.

Результаты диссертационного исследования были использованы при разработке Программы развития жилищного строительства в Томской области на период 2011-2015 гг. и в учебном процессе в преподавании дисциплины М2.В.ОД.4 «Лизинг недвижимости» в рамках программы магистерской подго-

товки «Управление инвестиционными проектами и земельно-имущественными комплексами».

Научная новизна результатов исследования

В диссертации развиты теоретико-методические положения финансирования жилищных инвестиций в России с использованием лизинга.

Научная новизна исследований, выводов и рекомендаций, изложенных в диссертации, заключается, в общем и целом, в разработке финансовой модели и методических основ развития жилищного лизинга как нового для России финансового инструмента инвестирования на рынке жилья.

Полученные автором элементы научной новизны обоснованы в работе и представляют научный интерес:

1. Выявлены предпосылки и обоснована возможность развития жилищного лизинга на рынке жилья в России (п. 3.25 «Финансы инвестиционного и инновационного процессов, финансовый инструментарий инвестирования»; п. 4.8 «Развитие финансовых отношений и принятие финансовых инвестиционных решений в домашнем хозяйстве» Паспорта специальности 08.00.10):

на основе проведенного исследования состояния рынка жилья в России, анализа финансовых механизмов, действующих в жилищной сфере, предложен новый (в виду отсутствия практики применения жилищного лизинга в России) инструмент финансирования жилищных инвестиций, показана возможность развития этого инструмента и его востребованность в современной России.

2. Разработаны методические основы создания и функционирования специализированных финансовых институтов – жилищных лизинговых компаний (п. 1.6 «Институциональные аспекты финансовой системы» Паспорта специальности 08.00.10):

разработаны конкретные организационные формы таких институтов: региональная, корпоративная, коммерческая;

предложены финансовые модели формирования уставного капитала жилищной лизинговой компании: бюджетная (финансовым источником уставного капитала являются бюджеты разных уровней), частная (финансовым источником являются частные инвестиции) и государственно-частная (основанная на смешанных источниках финансирования уставного капитала);

обоснована необходимость формирования механизма государственной поддержки системы жилищного лизинга;

сформулированы предложения по формированию такого механизма.

3. Разработана методика формирования инвестиционного портфеля жилищных лизинговых компаний (п. 3.25 «Финансы инвестиционного и инновационного процессов, финансовый инструментарий инвестирования» Паспорта специальности 08.00.10):

В основе формирования портфеля заложено моделирование финансовых потоков в зависимости от структуры портфеля по срокам договоров жилищного лизинга и соотношения его активной и пассивной частей, что призвано обеспечивать рефинансирование вложенного капитала.

4. Предложена методика расчета лизинговых платежей, в основе которой лежит обоснование величины лизингового процента (п. 3.25 «Финансы инвестиционного и инновационного процессов, финансовый инструментарий инвестирования» Паспорта специальности 08.00.10):

предлагается совместить рыночный и затратный подходы к расчету лизинговой платы, что позволяет обеспечить полное покрытие затрат лизингодателя и эффективность лизинговых сделок, учитывая при этом экономические интересы всех субъектов лизинговой сделки;

воспроизводственный подход предполагает обеспечение рефинансирования инвестиционного портфеля лизинговой компании и устойчивость ее функционирования.

В качестве **замечаний** к рассматриваемой работе можно отметить следующее.

1. Первый пункт научной новизны в представленной трактовке является результатом изучения и обобщения достаточно освещенных в литературных источниках сведений о сущности и особенностях финансовых отношений в жилищной сфере. Представленная в работе систематизация понятийно-категориального аппарата является методологическим условием любого исследования. Сформулированное автором определение категории «жилищные финансы», на наш взгляд, не содержит научной новизны и не может претендовать на приращение научных знаний.

2. Преимущества лизинговых сделок далеко не столь очевидны, как утверждает автором. Приведенные расчеты, подтверждающие, по мнению автора, эффективность жилищного лизинга, ориентируют на достаточно низкую процентную ставку (9% - Приложение 3). Учитывая уровень налогообложения в нашей стране, кредитных ставок и ряд других негативных моментов, подробно изложенных в приложении 2, эффективная деятельность лизинговой компании при такой ставке вызывает сомнения.

Но, в целом, идея развития жилищного лизинга в России интересна, имеет привлекательные черты, но ее должного обоснования в диссертационной работе не представлено.

3. В диссертации очень подробно и тщательно проработаны методические вопросы организации и функционирования жилищной лизинговой компании, представлена логичная схема финансовых потоков, основанная на рефинансировании вложенного в инвестиционный портфель капитала. Но в трактовке инвестиционного портфеля жилищной лизинговой компании, на наш взгляд, допущена неточность. По определению автора, «инвестиционный портфель – это **финансовые ресурсы**, полученные или привлеченные жилищной лизинговой компанией из различных финансовых источников и предназначенные для осуществления инвестиций в объекты жилой недвижимости по заказу лизингополучателей» (С.100, Таблица 4 диссертации и С. 16 автореферата). Это не соответствует понятию инвестиции, означающему **вложения капитала**. Скорее, об инвестициях речь идет в другом понятии, предлагаемом автором данной схемы – лизинговом портфеле (там же). А «инвестиционный портфель в трактовке,

предлагаемой диссертантом, скорее представляет собой некий фонд, аккумулирующий финансовые ресурсы из различных источников для последующего инвестирования в объекты жилой недвижимости.

Отмеченные замечания не снижают общего хорошего впечатления от работы, безусловно, заслуживающей положительной оценки.

Диссертация представляет собой научное исследование, выполненное самостоятельно, имеющее внутреннее единство, содержащее совокупность результатов и новых положений, имеющих существенное значение для развития финансовых отношений в жилищной сфере и свидетельствующих о личном вкладе диссертанта в разрабатываемую проблему.

В автореферате отражены основные, наиболее важные положения диссертации, в том числе их аргументация, и обоснована возможность применения на практике. Изложение текста логично и последовательно. Оформление соответствует требованиям ГОСТов к текстовым документам.

Заключение.

Диссертация Инны Разиловны Салагор на тему «Жилищный лизинг как инструмент финансового механизма на рынке жилой недвижимости», представленная на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит», соответствует требованиям, предъявляемым к кандидатским диссертациям, согласно пункту 9 «Положения о присуждении ученых степеней».

Защищаемые положения диссертации соответствуют обозначенной в паспортах специальностей ВАК области исследований:

п. 1.6 «Институциональные аспекты финансовой системы»;

п. 3.25 «Финансы инвестиционного и инновационного процессов, финансовый инструментарий инвестирования»;

п. 4.8 «Развитие финансовых отношений и принятие финансовых инвестиционных решений в домашнем хозяйстве».

Соискатель Салагор Инна Разиловна заслуживает присуждения ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.10 – «Финансы, денежное обращение и кредит».

Официальный оппонент:
кандидат экономических наук, доцент,
доцент кафедры финансов и учета
ФГБОУ ВПО «Национальный
исследовательский Томский

государственный университет»
634050, г. Томск, пр. Ленина, 36
www.tsu.ru, e-mail: rector@tsu.ru
тел.: 8-(3822)-52-98-52

Подпись *Н. Ф. Макашевой*

ДОСТОВЕРЯЮ
УЧЕНЫЙ СЕКРЕТАРЬ ТГУ

Подпись **Н. Ю. БУРОВА**

Макашева Наталия
Петровна

«08» мая 2014 г.