

**ОТЗЫВ официального оппонента  
по диссертации на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук Смирнова Сергея Дмитриевича  
на тему: «Зелёные» облигации как инструмент финансирования  
экологических инвестиционных проектов», представленную  
по специальности 5.2.4. Финансы**

Актуальность темы диссертации. Диссертационное исследование выполнено на актуальную тему, так как охрана окружающей среды и рациональное природопользование являются национальными приоритетами нашей страны.

Банк России стимулирует участников рынков капитала более активно внедрять принципы устойчивого развития в инвестиционный процесс, что способствует развитию российского рынка «зеленых» облигаций и стимулирует анализ ценообразования данного инструмента.

Автор диссертации обосновывает целесообразность использования «зеленых» облигаций для финансирования экологических проектов, а также исследования влияния на ценообразование таких проблем, как ESG-рейтинги и структурирование выпусков «зеленых» облигаций.

**Степень обоснованности положений, выносимых на защиту, научных выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертации, их достоверность.** Полученные результаты опираются на анализ более сотни научных трудов отечественных и зарубежных ученых по проблемам долгового финансирования. Анализ литературы позволил автору сформировать собственный научный взгляд на проблему ценообразования «зеленых» облигаций.

Выводы автора опираются на солидную эмпирическую базу, включающую результаты более 10 тысяч первичных размещений облигаций, в том числе более 200 выпусков «зеленых» облигаций. В работе применяются общепринятые в экономической науке методы исследования, в том числе регрессионный анализ панельных данных. Автор обосновывает применимость полученных на основе выборки из развитых рынков статистически значимых

результатов, основные из которых опубликованы в рецензируемых научных периодических изданиях, рекомендованных для защиты в диссертационном совете МГУ по специальности 5.2.4. Финансы.

Диссертационное исследование отличается самостоятельностью и содержит элементы научной новизны.

**Научная новизна.** С.Д. Смирнов в своей работе обосновал необходимость и важность снижения стоимости долгового финансирования компаний для увеличения инвестиций в экологические проекты. На основе эмпирического исследования показано, что ставки по «зеленым» облигациям в среднем на 0,3% ниже по сравнению со стандартными облигациями, что позволяет компаниям более эффективно финансировать зеленые проекты.

Предложена модель ценообразования «зеленых» облигаций, которая позволила сделать вывод о том, что размер снижения ставки по этим облигациям зависит от степени экологического эффекта инвестиций и доли ответственных инвесторов на рынке. Интегральный показатель ESG-рейтинга компании, объединяющий ряд публичных рейтингов от ведущих провайдеров, позволяет комплексно учитывать различные ESG-факторы.

На основе эмпирического анализа показано, что наличие высокого ESG-рейтинга снижает ставку по «зеленым» облигациям, а низкий ESG-рейтинг не оказывает влияния на ценообразование «зеленых» облигаций. Показано также, что снижение ставок по «зеленым» облигациям статистически значимо только при условии соответствия выпуска облигаций и финансируемого проекта принципам «зеленых» облигаций международной ассоциации рынков капитала.

Диссертационная работа характеризуется сравнительно высокой **практической значимостью**. Основные результаты исследования потенциально могут быть использованы финансовыми службами компаний, а также коммерческими банками для структуризации сделок по выпуску «зеленых» облигаций. На основании результатов работы автором

сформулированы рекомендации для эмитентов по структурированию выпусков «зеленых» облигаций.

### **Замечания к диссертации**

Оценивая выполненное С.Д. Смирновым исследование, считаю необходимым высказать следующие замечания и пожелания:

1. Вопрос меппинга требует более тщательной проработки, так как сопоставление рейтингов, основанное на эвристических соображениях недостаточно обосновано. В этой связи полезным может оказаться подход, разработанный в НИУ ВШЭ для Министерства финансов для сопоставления шкал кредитных рейтингов.
2. Для повышения качества моделей возможно рассмотреть нелинейные варианты логистической регрессии.
3. Более внимательное оформление работы было бы полезным, например, использование обозначений коэффициентов регрессии.

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

Вместе с тем, указанные замечания не умаляют значимости диссертационного исследования С.Д. Смирнова.

Диссертация отвечает требованиям, установленным Московским государственным университетом имени М.В.Ломоносова к работам подобного рода. Содержание диссертации соответствует специальности 5.2.4. Финансы (по экономическим наукам), а также критериям, определенным пп. 2.1-2.5 Положения о присуждении ученых степеней в Московском государственном университете имени М.В.Ломоносова, а также оформлена согласно требованиям Положения о совете по защите диссертаций на соискание ученой степени кандидата наук, на соискание ученой степени доктора наук Московского государственного университета имени М.В.Ломоносова.

Оппонент считает, что соискатель Смирнов Сергей Дмитриевич заслуживает присуждения ученой степени кандидата экономических наук по специальности 5.2.4. Финансы.

Официальный оппонент:

Доктор экономических наук, профессор,  
заведующий научно-учебной лабораторией  
финансовых инноваций и риск-менеджмента  
факультета экономических наук ФГАОУ ВО  
«Национальный исследовательский  
университет «Высшая школа экономики»

Карминский Александр Маркович



Контактные данные:

тел.: +7 (903) 725-49-37, e-mail: karminsky@mail.ru  
Специальность, по которой официальным оппонентом  
защищена диссертация:  
08.00.05 - Экономика и управление народным хозяйством

Адрес места работы:

109028, г. Москва, Покровский б-р, д. 11,  
Научно-учебная лаборатория финансовых инноваций и риск-менеджмента  
факультета экономических наук ФГАОУ ВО «Национальный  
исследовательский университет «Высшая школа экономики»  
Тел.: +7 (495) 772-95-90 доб. 27420; e-mail: [akarminsky@hse.ru](mailto:akarminsky@hse.ru)

Подпись сотрудника ФГАОУ ВО  
«Национальный исследовательский  
университет «Высшая школа экономики»  
А.М. Карминского удостоверяю: