

УТВЕРЖДАЮ

Проректор по научной работе и
инновациям **ФГБОУ ВО**
«Кубанский государственный
университет»
кандидат химических наук
Шарафан М.В.



« 24 »

2023 г.

О Т З Ы В

ведущей организации ФГБОУ ВО "Кубанский государственный университет" на диссертационную работу Хаханаева Умара Сайд-Эмиевича по теме «Системная реструктуризация проектного финансирования в финансовой системе России», представленную на соискание ученой степени кандидата экономических наук (научная специальность 5.2.4 Финансы)

Актуальность темы диссертационного исследования определяется тем, что в условиях относительной нестабильности, из-за санкционной политики западных стран к Российской Федерации, значительно сократился приток иностранного капитала в российские инвестиционные проекты. Данные обстоятельства вызвали необходимость трансформации и переосмысления механизма проектного финансирования в России. Для успешной реализации крупномасштабных проектов в условиях российской экономики инициаторам инвестиционных проектов необходимо применять такой инструмент, как хеджирование рисков, сопутствующих на протяжении всего жизненного цикла проекта. В связи с этим автором диссертации ставится задача решения проблемы поиска наиболее подходящего типа финансирования, который позволит привлечь инвестиции в страну, находящейся в условиях воздействия внешних глобальных вызовов на экономику государства.

Справедливо будет отметить, что в рассматриваемой диссертационной работе, своевременно выявлены проблемы, возникающие при осуществлении проектного финансирования вследствие сложности экономических и правовых

отношений между участниками проекта, чувствительности проекта, в виду большого количества рисков проекта в существующей нестабильной экономической и политической среде.

Кроме того, соискатель в диссертационной работе убедительно показывает, что проблематика системной реструктуризации проектного финансирования, на сегодняшний день, требует более глубокого и фундаментального изучения. В связи с этим, автором глубоко и детально изучены тенденции развития мирового и российского рынка проектного финансирования, с целью определения условий и перспектив применения проектного финансирования при внедрении крупномасштабных инвестиционных проектов на современном этапе развития российской экономики, что позволило ему сформулировать приоритетные направления по оптимизации проектного финансирования в современных, непростых экономических условиях функционирования финансовой системы России. Все обозначенные тезисы доказывают научно-теоретическую и практическую востребованность данной проблематики, рассматриваемый соискателем круг проблемных вопросов и несомненную актуальность диссертационного исследования.

Научная новизна положений, выводов и рекомендаций сформулированных в диссертационном исследовании в целом заключается в обосновании автором методологических подходов к выявлению и эволюции механизмов проектного финансирования, прослеживании многопланового его сдвига от традиционных секторов и регионов к направлениям устойчивого развития российской экономики.

Автор в своем исследовании доказал необходимость реструктуризации системы проектного финансирования и в качестве новизны предлагает разработку многомерной модели финансирования стратегических проектов, адаптированной к уникальному геополитическому и экономическому контексту России, с акцентом на адаптируемость, архитектуру управления

рисками, стратегическое соответствие целям национального экономического развития.

Таким образом, соискателем была выполнена главная цель диссертационной работы – комплексно исследовать, провести анализ и оценить систему проектного финансирования в Российской Федерации как инструмента стимулирования инвестиционных процессов с характеристикой ее структурных, отраслевых, организационных и финансовых аспектов для разработки, и обоснования теоретико-методологического подхода к проектному финансированию в ключевых отраслях экономики РФ.

Реализация главной цели диссертационного исследования осуществлялась посредством последовательного, поэтапного решения ряда выдвинутых задач, среди которых были обозначены следующие: изучение исторических и современных метаморфоз проектного финансирования, выявление механизмов и различных моделей его эффективного функционирования, исследование динамики и тенденций развития мирового рынка проектного финансирования; анализ особенностей российского рынка проектного финансирования, изучение и определение роли и места компании специального назначения (SPV) в проектном финансировании; проведение комплексного анализа инвестиционной эффективности применения инструментов глобального рынка проектного финансирования в различных отраслях экономики; оценка российской практики формирования проектного финансирования на примере модели «Фабрика проектного финансирования»; исследование взаимосвязи между макроэкономической стабильностью, формирующимися тенденциями проектного финансирования и направлениями стратегического инвестирования в российской экономике; разработка адаптивной модели проектного финансирования с учетом направлений стратегического финансирования в современных условиях развития российской экономики и соответствия целям стимулирования инвестиционных процессов в российской экономике.

Важными компонентами научного исследования стал ряд теоретических, аналитических и логических обоснований. Результаты исследования, полученные автором диссертационной работы Хаханаевым У.С-Э., отражают важную и актуальную проблему развития финансовых рынков в России – поиск эффективных механизмов и инструментов использования проектного финансирования в финансовой системе страны. В рамках проведенного исследования использован современный научный инструментарий, опирающийся на обширный объем аналитических данных, характеризующих использование проектного финансирования, как в зарубежных странах, так и в России. Используемые авторами научные методы и подходы целесообразны и обосновывают полученные научные результаты и выводы. Раскрывая содержание, отличительные особенности, роль проектного финансирования, соискатель делает акцент на объединении различных источников финансирования, юридической независимости, структуре долга без права регресса и качественной оценке рисков для обеспечения будущих денежных потоков (стр.17-34).

Следует отметить, что с теоретической точки зрения наибольший интерес в диссертации представляет уточненная трактовка проектного финансирования. Соискателем проведен компаративный анализ определений «проектного финансирования», возникающих в ходе современных преобразований, который фокусирует внимание исследователей на познавательных возможностях понятий и представлений, сформировавшихся в рамках периодизации становления проектного финансирования в мировой и отечественной экономиках (стр. 34-43, 49-52).

Кроме того, в работе глубоко исследован генезис проектного финансирования с учетом трансформации технологического прогресса, нормативно-правовой базы и социально-экономических факторов, а также раскрыто их динамическое взаимодействие, сформировавших современную парадигма проектного финансирования (стр. 56-82).

Далее, в своем исследовании автор аргументированно отразил различие между проектным финансированием и другими финансовыми структурами, такими как обеспеченный кредит, субсидиарная задолженность, лизинг и развитие коммерческой недвижимости, на основе таких специфических критериев, как право регресса и право собственности на актив. Кроме того, автором подчеркнута адаптивность проектного финансирования как идеального механизма для слаборазвитых финансовых рынков, особенно в странах с развивающейся экономикой, где традиционные финансовые рынки могут испытывать трудности (стр.57-70).

Отметим также, как достоинство работы, что в работе проведен серьезный и глубокий анализ рисков, возникающих в процессе финансирования инвестиционных проектов с использованием механизмов проектного финансирования. Согласно с утверждением автора, который на основании результатов проведенного анализа пришел к выводам, что при корпоративном финансировании привлечение капитала представляет собой серьезные риски, по сравнению с проектным финансированием, которое напротив, устанавливает проект как отдельную единицу, что приводит к появлению уникальной матрицы рисков. Ценность данной матрицы, по мнению соискателя в том, что она позволяет кредиторам оценить, правильно ли распределены риски, и тем самым снизить степень риска проекта (стр.75-78).

Несомненный научный интерес вызывает и то, что соискателем предложена адаптивная финансовая структура, выходящая за рамки традиционных методик, которая включает в себя такие ключевые компоненты как диверсификация источников капитала, комплексное управление рисками, стратегическое соответствие национальным целям, а также приверженность принципам прозрачности и соответствия (стр.53-56).

Автором диссертационной работы проведен комплексный анализ отраслевой и территориальной структуры глобального рынка проектного финансирования (стр.84-116) и российского рынка проектного

финансирования за период с 2006 по 2022 гг. (стр.163-177). Таким образом, автором сделан важный вывод о том, что лидерами по количеству сделок и объему финансирования являются Европа, Северная Америка и Азиатско-Тихоокеанский регион (АТР).

Кроме того, автором справедливо отмечено, что данной тенденции способствуют создаваемые благоприятные условия для ведения бизнеса, а также более глубоко проработанная нормативно-правовая база в области проектного финансирования в соответствующих странах. Данный анализ показал, что из трех ведущих секторов (нефтегазовый, транспортный, и возобновляемые источники энергии), лидирующее положение занимает нефтегазовая отрасль.

Содержательным, с научной точки зрения, является ряд направлений исследования, проведенных в рассматриваемой диссертационной работе. Анализ динамики региональной структуры глобального проектного финансирования за 2006-2022 гг. демонстрирует уникальную тенденцию, отражающую экономические, политические и регуляторные условия в различных странах.

Оценивая вклад автора в разработку заявленной научной проблемы, необходимо выделить среди новых научных результатов, представленных в данной работе, модель проектного финансирования, которая предложена на основе логического обобщения, критического анализа и переформатирования (системной реструктуризации) существующих российских моделей проектного финансирования («Фабрика проектного финансирования»), как адаптивная и надежная финансовая структура, выходящая за рамки традиционных методик, которая объединяет компоненты, как диверсификация источников капитала, комплексное управление рисками и стратегическое соответствие национальным целям развития (стр.252-257).

В диссертации предлагаются, достаточно оригинальные в научном плане, предложения по внедрению новой модели проектного финансирования в финансовой системе России. Благодаря тщательному анализу,

инновационному моделированию и критическим оценкам существующей модели проектного финансирования, автор диссертации предлагает многогранное понимание эволюции, сложностей глобального ландшафта и стратегического потенциала проектного финансирования.

Работу завершает заключение, содержащее основные выводы, обоснованные рекомендации, где автор диссертации предлагает перспективную схему эффективного использования модифицированной (после системной реструктуризации) модели проектного финансирования в финансовой системе России (с.236-238, 253-262).

Значение результатов диссертационного исследования для теории и практики определяется результатами использованного системного подхода и практической направленностью ряда сформулированных предложений. В теоретической части в диссертации были синтезированы научные исследования в области комплексного и инновационного изучения механизмов проектного финансирования.

Прежде всего, следует выделить теоретическую аргументацию автора о необходимости исследования эволюции и многогранной смены парадигм в рамках проектного финансирования для тонкого понимания глубинных сил, формирующих этот сложный финансовый инструмент. Заслуживает внимания и тот факт, что соискатель уделяет особое внимание уникальному геополитическому и экономическому контексту России, что позволяет ему сделать ценные выводы для выработки комплексного и всестороннего взгляда на процессы в развитии проектного финансирования.

В целом теоретическая значимость исследования заключается в том, что оно вносит вклад в экономическую науку, не только углубляет текущее традиционное понимание механизмов проектного финансирования, но и открывает новые возможности для будущих исследований, разработки инвестиционной политики и практического применения полученных результатов в различных экономических условиях развития экономики страны.

Практическое значение исследования распространяется на такие области, как инвестиционные стратегии, реформы в сфере отраслевого и макроэкономического регулирования, экономическое планирование и устойчивое развитие, что делает его важным инструментом для стимулирования экономического роста, диверсификации и стабильного развития российской экономики. Такой научный подход может получить дальнейшее развитие, особенно в контексте исследования проблем современного состояния проектного финансирования в России, возникающих проектных рисках, в разработке методов и конкретных рекомендаций по их минимизации.

Все полученные автором результаты научного исследования имеют прикладной характер в рамках преподавания учебных дисциплин в вузах, где реализуются образовательные программы бакалавриата, магистратуры экономических направлений подготовки.

Новизна и значимость для науки концептуальных положений и практических рекомендаций, содержащихся в диссертации. Основные компоненты научной новизны, представляющие собой непосредственно личный вклад автора в развитие выбранной темы исследования, сведены в наиболее существенные теоретические и аналитические результаты:

– представлена комплексная авторская трактовка проектного финансирования, отличающаяся от традиционных представлений о проектном финансировании. В новой концепции акцент делается на объединении различных источников финансирования, юридической независимости, структуре долга без права регресса и качественной оценке рисков для обеспечения будущих денежных потоков от одноцелевого промышленного актива. Далее проведено различие между проектным финансированием и другими финансовыми структурами, такими как обеспеченный кредит, субсидиарная задолженность, лизинг и развитие коммерческой недвижимости, на основе таких специфических критериев, как право регресса и право собственности на актив;

– выстроен многогранный эволюционный процесс развития проектного финансирования, подчеркнута растущая роль проектного финансирования на развивающихся рынках, раскрыты новые пути использования проектно-ориентированных подходов в цифровую эпоху, что способствует более глубокому пониманию их потенциала как универсального экономического инструмента, способного организовывать крупномасштабные инвестиции с высоким уровнем отдачи. Интеграция исторического контекста, технологического предвидения и глобальных перспектив позволила автору внести значительный вклад в экономическую литературу и представить сложный и всеобъемлющий взгляд на проектное финансирование как на сложную мозаику финансовых инноваций, стратегического выравнивания, снижения рисков и социально-экономической динамики;

– дополнена и расширена концепция проектного финансирования, в которой переплетаются такие сложные аспекты, как финансовые средства, транзакционные издержки, распределение рисков, динамика левериджа, оценка кредитоспособности и соблюдение нормативных требований. Представлена уточненная концепция компаний специального назначения (SPV) как ключевого агента забалансового финансирования, обеспечивающего экономическую устойчивость инфраструктурных проектов;

– построена периодизация формирования отечественной модели проектного финансирования, на основе комплексного анализа и критической оценки эволюции механизмов проектного финансирования в Российской Федерации, завершившейся созданием «фабрики проектного финансирования»;

– выявлены и детально рассмотрены структурные недостатки модели «Фабрика проектного финансирования» в сравнении с лучшими мировыми практиками, которые выражены в зависимости от модели от государственных субсидий, высокого порога входа, ограниченной отраслевой направленности, отсутствия механизмов разделения рисков, сложности процедур и проблем прозрачности, что мешает создать более динамичную инвестиционную среду;

– разработана многомерная модель стратегического проектного финансирования, учитывающая уникальный геополитический и экономический контекст России, с использованием логического обобщения, критического анализа и переформатирования существующей модели проектного финансирования в России с учетом стратегических целей социально-экономического и технологического развития отечественного народного хозяйства.

Дискуссионные вопросы и замечания по содержанию диссертации.

Несмотря на общую положительную оценку, высокое теоретическое и практическое значение диссертационной работы, следует отметить ряд положений, которые являются дискуссионными и нуждаются в дополнительном обосновании.

1. В работе уделено большое внимание развитию экономической мысли относительно идентификации содержания понятия «проектное финансирование» (стр. 34-59). Автором отмечено, что проектное финансирование является относительно новой областью академических исследований, поэтому, несмотря на то, что концептуально его легко понять, общепринятое определение еще не сформулировано. Некоторые подходы к определению проектного финансирования приводят к размытию его сущности, в частности в научной и практической литературе встречаются определения, которые проводят параллель между проектным финансированием и проектным кредитованием. В этой связи хотелось бы пояснений авторской позиции соискателя по данному вопросу.

2. На рынке проектного финансирования, как отмечает автор работы, доминируют банки, а кредиты являются наиболее предпочтительными инструментами кредитования. Задолженность в проектном финансировании, как и в традиционном секторе корпоративного финансирования, может быть в виде кредитов (от банка или другого кредитора) или в виде облигаций (стр.46-47). А чем объясняется, что банковские кредиты преобладают в структуре

проектного финансирования, и почему облигации не получили широкого распространения?

3. В диссертационной работе проанализировано проектное и инфраструктурное финансирование. Показаны различия в отношении корпоративного финансирования, а также преимущества, которые дает сделка спонсорам проекта и кредиторам. Также рассмотрена сеть контрактов, лежащих в основе сделки проектного финансирования, и процесс управления рисками, лежащий в основе структурирования сделки (стр.54-59). Возникает вопрос, где больше риски – при осуществлении инфраструктурных сделок или при проектном финансировании и как себя ведут нерегулируемые (или слабо регулируемые) инвесторы в указанных ситуациях?

4. При обосновании направлений модификации модели проектного финансирования, автор не касается детальной проработки решений, например, таких как решение проблемы санкций и ограничений, а также заключение соглашений со странами, не участвующими в санкциях и др. На наш взгляд, соискателю следовало бы рассмотреть вопросы влияния санкционного давления на инвестиционные процессы в российской экономике в конкретных статистических данных и расчетах (потери, прогнозы, ожидания).

Вместе с тем, надо отметить, что в основном указанные замечания носят преимущественно дискуссионный характер и потому не снижают общую теоретическую и практическую значимость диссертационного исследования.

Оценка содержания диссертации, ее завершенности, подтверждение публикаций автора и их полноты. В целом, диссертация Хаханаева У. С-Э. на тему: «Системная реструктуризация проектного финансирования в финансовой системе России», рассматриваемая на предмет соискания ученой степени кандидата экономических наук, представляется завершенной, целостной и самостоятельной научно-квалификационной работой.

По своему содержанию, использованному методологическому аппарату, теоретической и практической актуальности, исследование Хаханаева У. С-Э. отличается достаточной научной новизной. В работе раскрыта авторская

концепция, которая строится на позиции автора, о том, что системное развитие и реструктуризация механизмов проектного финансирования в рамках российской финансовой системы, учитывая опыт мировой практики, будет в значительной степени способствовать стимулированию инвестиционных процессов в России и устойчивости российской экономики к внешним вызовам.

Вынесенные на защиту положения научной новизны, теоретические выводы и практические предложения достаточно обоснованы, аргументированы большим количеством статистических и аналитических данных многих международных и российских организаций. Полученные автором результаты отражают его способности по реализации методов научного анализа и имеют существенное значение для экономической науки и практики.

Основные тезисы, представленные в диссертационной работе, а также положения, выводы, рекомендации и предложения были презентованы соискателем на научных мероприятиях, в формате конференций международного и всероссийского масштаба, круглых столов и научных семинаров.

По полученным результатам диссертации соискателем Хаханаевым У.С-Э. опубликовано 23 научные работы. При этом 6 из них - в изданиях, рекомендованных ВАК Министерства науки и высшего образования РФ, 5 публикаций в изданиях, входящих в реферативную международную базу данных «Web of Science». Содержание опубликованных работ свидетельствует о том, что в них достаточно полно отражены основные положения и выводы диссертационного исследования.

Заключение о соответствии диссертации критериям, установленным

Положением о присуждении ученых степеней

Область диссертационного исследования Хаханаева У. С-Э. полностью соответствует Паспорту специальностей ВАК при Министерстве науки и высшего образования Российской Федерации по научной специальности 5.2.4

Финансы, направление исследования 18. Проектное и венчурное финансирование.

Актуальность проведенного исследования, его научная новизна и выводы, теоретическая и практическая значимость, а также их представление в научных публикациях, объем проделанной работы и полученные результаты позволяют сделать вывод об их полном соответствии требованиям Положения о порядке присуждении ученых степеней, утвержденного Постановлением Правительства РФ от 24.09.2013 г. за № 842, предъявляемым к диссертациям на соискание ученой степени кандидата наук. Автор диссертационной работы – Хаханаев Умар Сайд-Эмиевич – заслуживает присуждения ученой степени кандидата экономических наук по специальности 5.2.4 Финансы.

Отзыв подготовлен доктором экономических наук, доцентом, профессором кафедры экономического анализа, статистики и финансов Косенковой К.В.

Отзыв обсужден и одобрен на заседании кафедры экономического анализа, статистики и финансов, протокол № 2 от 14 ноября 2023 года.

И.о. заведующего кафедрой
экономического анализа,
статистики и финансов
ФГБОУ ВО «Кубанский
государственный университет»,
доктор экономических наук,
профессор



Дробышевская Лариса Николаевна

24 ноября 2023 года

Контактные данные:
ФГБОУ ВО «Кубанский государственный университет»
Адрес: 350040, г. Краснодар, ул. Ставропольская, 149
Тел. +7 (861) 219-95-30
Адрес электронной почты rector@kubsu.ru
Официальный сайт <https://www.kubsu.ru/>

