

В диссертационный совет 24.2.399.03 при  
Северо-Осетинском государственном  
университете имени Коста Левановича  
Хетагурова  
362025, Владикавказ, ул. Ватутина, 44-46

## **О Т З Ы В**

**официального оппонента доктора экономических наук, доцента,  
Макарова Ивана Николаевича на диссертационную работу  
Хаханаева Умара Сайд-Эмиевича на тему «Системная  
реструктуризация проектного финансирования в финансовой  
системе России», представленную на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук по специальности 5.2.4. – Финансы**

### **Актуальность темы исследования.**

Говоря об актуальности диссертационного исследования Хаханаева У.С-Э., нужно отметить тот факт, что специфические особенности российской финансовой системы, характеризующейся уникальным сочетанием государственных инициатив, динамизма частного и государственного сектора и волатильностью нормативно-правовой базы, требуют более тонкого и контекстного анализа обозначенной соискателем научной проблемы. Кроме того, стоит согласиться с мнением автора работы, который утверждает, что изучение проектного финансирования как мощного экономического инструмента в России выходит за рамки теоретических рассуждений и охватывает широкий спектр практических аспектов, включая анализ рисков, динамику процентных ставок, государственно-частное партнерство и соответствие национальным экономическим приоритетам.

Интерес изучения данного направления обусловлен актуальными проблемами российской экономики, в которой традиционные механизмы финансирования не позволяют стимулировать инновации, поддерживать ключевые отрасли и обеспечивать устойчивое экономическое развитие. И тут, будет своевременным, отметить растущий потенциал проектного

финансирования, заключающийся в его способности преодолевать эти ограничения, предлагая индивидуальные финансовые решения, повышая эффективность управления рисками, способствуя сотрудничеству государства и частного сектора и, в конечном итоге, приводя инвестиции в соответствие с долгосрочными экономическими целями.

Кроме того, существующие исследования в этой области, несмотря на их обширность, зачастую носят фрагментарный характер и ограничиваются отдельными отраслями или контекстами, и потому дальнейшее исследование проблем и перспектив развития проектного финансирования в финансовой системе РФ будет, однозначно, полезным и нужным с точки зрения науки и практики.

**Степень обоснованности и достоверности научных положений,  
выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертационном  
исследовании.**

Диссертационное исследование Хаханаева У.С-Э. базируется на научных разработках большого числа отечественных и зарубежных экономистов, изучавших вопросы оптимизации проектного финансирования, корпоративных финансов, инвестиционного анализа, финансового менеджмента, кредитования, управления рисками, инвестиций, разработки и управления инвестиционными проектами.

В диссертации достаточно четко определена цель исследования и его задачи, предмет и объект, использован современный инструментально - методический аппарат исследования, что позволило получить необходимую степень обоснованности и достоверность научных положений и выводов работы. Важно, что соискатель все это сделал на основе конструктивного анализа многочисленных литературных источников, большого объема фактологического материала, характеризующего процессы и механизмы глобального и российского рынков проектного финансирования. Выносимые



на защиту научные выводы диссертации сформулированы корректно, соответствуют теме исследования и ее актуальности.

Достоверность выводов и предложений, сформулированных в диссертации, определяются проведением исследования с применением общенаучных методов и приемов познания, обобщением и анализом значительного массива эмпирических данных. Кроме того, автором детально и всесторонне изучены законодательные и нормативно-правовые акты Российской Федерации касательно развития института проектного финансирования в российской финансовой системе.

Выносимые на защиту положения, научные выводы диссертации сформулированы корректно, соответствуют теме исследования и ее актуальности.

Построенные в работе расчеты, модели и сформированные показатели основываются на корректном применении математического аппарата. Все утверждения подтверждены ссылками на источники. Полученные результаты соответствуют излагаемой теории. Это дает основание считать полученные результаты достаточно обоснованными и достоверными.

**Достоверность и научная новизна положений, выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертационном исследовании**

Полученные в работе результаты характеризуются новизной и обладают существенной научной ценностью. Научная новизна результатов представленного диссертационного исследования не вызывает сомнения и определяется обоснованием комплекса теоретических, организационных и практических рекомендаций и заключается в авторском трансформационном подходе к развитию моделей проектного финансирования путем исследования его многогранной эволюции, инновационной периодизации и сложного взаимодействия в различных секторах экономики.

Судя по содержанию диссертации Хаханаева У. С-Э. проведенное исследование, на наш взгляд, позволило получить полное и глубокое понимание проектного финансирования, как в глобальном контексте, так и в уникальных рамках российского экономического ландшафта.

Заслуживает внимания анализ проведенный автором диссертации, охватывающий исторический контекст, теоретические построения, эмпирический анализ и стратегическое моделирование, предлагая всесторонний обзор различных аспектов проектного финансирования, в котором отражены элементы научной новизны, в частности:

1. Комплексная трактовка проектного финансирования. Опираясь на историко-хронологический путь развития проектного финансирования, в исследовании представлена комплексная трактовка проектного финансирования как многопоточного, интегративного целевого инвестирования (стр.17-34). В этой новой концепции особое внимание уделяется сочетанию различных источников финансирования, юридической независимости, структуре долга без права регресса и качественной оценке рисков. Проведено различие между проектным финансированием и другими финансовыми структурами, подчеркнута адаптивность проектного финансирования как идеального механизма для слаборазвитых финансовых рынков, особенно в странах с развивающейся экономикой (стр. 34-59).

2. Эволюция проектного финансирования. 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». Содержание диссертации показывает, что автор глубоко погрузился в основы проектного финансирования, проследив его истоки от торговых экспедиций и добычи полезных ископаемых до его современного применения в различных секторах (стр.18-33).



3.Сложности финансирования и устойчивость инфраструктуры. Автору удалось в результате проведенного исследования расширить представление о проектном финансировании за счет изучения его сложностей, включая транзакционные издержки, распределение рисков, динамику левериджа, оценку кредитоспособности и соблюдение нормативных требований. Важный аспект новизны исследования - уточнение концепции компаний специального назначения (SPV), с доказательством их роли в забалансовом финансировании и обеспечения устойчивости инфраструктуры, что позволило получить ценные знания в области финансового инжиниринга, управления рисками и инвестиционной стратегии, которые могут быть полезны для политиков, практиков и ученых в области финансов и экономики (стр.71-78).

4.Глобальный ландшафт проектного финансирования. Для выявления многогранной, эволюционирующей парадигмы мирового проектного финансирования был проведен обширный 20-летний лонгитюдный анализ. В ходе анализа были выявлены синхронные изменения в финансовой структуре, отраслевом распределении и региональном размещении международного рынка проектного финансирования (стр.82-197). Подробно рассмотрен сдвиг в сторону устойчивых секторов, таких как возобновляемая энергетика, и развитие финансовых механизмов и инструментов, что вносит свой вклад в обсуждение проблемы выстраивания инвестиционной политики на отечественном рынке проектного финансирования с учетом накопленного опыта и выявленных трендов на глобальном рынке проектного финансирования.

5.Российская перспектива: внутренние модели и макроэкономическая стабильность. В исследовании был сделан акцент на отечественном рынке проектного финансирования: проанализирована эволюция отечественных механизмов проектного финансирования, выявлены структурные недостатки, изучена тонкая взаимосвязь между макроэкономической стабильностью, тенденциями самофинансирования и стратегической инвестиционной

ориентацией (стр.116-157). Исследование позволило выявить нереализованные возможности интеграции устойчивых практик в российскую экономику и получить новое представление об инвестиционном поведении и макроэкономических показателях (стр.197-212).

6. Модель стратегического проектного финансирования. Автором разработана многомерная модель стратегического проектного финансирования, учитывающая уникальный геополитический и экономический контекст России, с использованием логического обобщения, критического анализа и реформатирования существующей модели проектного финансирования в России с учетом стратегических целей социально-экономического и технологического развития российской экономики (стр.233-260).

#### **Значимость для науки и практики полученных автором результатов исследования.**

Результаты исследования, полученные диссертантом Хаханаевым У.С.-Э. имеют, несомненно, значимость для науки и практики, что определяется комплексным подходом к реализации поставленной цели исследования, доведением теоретических положений и выводов по рассматриваемой проблематике до выработки конкретных рекомендаций для заинтересованных лиц.

Теоретическая значимость данного исследования заключается в том, что оно вносит новаторский вклад в экономическую литературу и заключается в том, что оно не только углубляет текущее понимание проектного финансирования, но и открывает новые возможности для будущих исследований, разработки финансовой политики и практического применения полученных выводов в различных экономических условиях развития экономики страны. Практическая значимость исследования не менее глубока, поскольку оно предлагает практические идеи и стратегии, которые могут быть использованы в инвестиционной практике, при



разработке политики и проведении финансовых реформ, особенно в странах с развивающейся и переходной экономикой, таких как Россия.

Кроме того, значимость исследований соискателя определяется результатами использованного системного подхода и практико-ориентированной направленностью ряда сформулированных предложений, которыми могут воспользоваться практики в области сферы отраслевого и макроэкономического регулирования, экономического планирования, инвестирования крупных проектов.

Полученные автором результаты научного исследования, в части теоретических положений и выводов, не только обогащают академический дискурс, но и, несомненно, предлагают перспективную схему уникальных, широкого спектра объемных знаний для преподавателей, ученых и практиков стремящихся эффективно, с максимальной пользой использовать возможности проектного финансирования, в условиях быстро развивающейся и противоречивой глобальной мировой и российской экономики.

В заключение, подтверждая теоретическую и практическую значимость исследования, следует отметить что, благодаря тщательному анализу, инновационному моделированию и критическим оценкам, для заинтересованных лиц предложено глубокое, многогранное понимание эволюции, сложностей, глобального ландшафта и стратегического потенциала проектного финансирования, предложен ряд рекомендаций и мероприятий для реструктуризации действующей модели «Фабрики проектного финансирования».

Диссертация Хаханаева У.С-Э. завершено, самостоятельное исследование, обладающее всеми характеристиками научно-исследовательской работы, содержит авторскую концепцию, логику исследования, доказательность выводов и теоретическую и практическую полезность рекомендаций.

## **Оценка содержания диссертации, ее завершенности, подтверждение публикаций автора и их полноты.**

Обоснованные выводы о достоверности положений, оригинальности и глубине подходов автора, масштабности решенных им задач и степени новизны выводов можно дать путем анализа содержания глав и общей концептуальной линии диссертационной работы. Диссертация соискателя Хаханаева У.С-Э. состоит из введения, трех глав, включающих в себя девять параграфов, заключения, списка использованных источников и приложений. Данная структура диссертационной работы обусловлена целью, задачами, методологией, а также характером предмета и объекта исследования.

Во введении диссертации обоснована актуальность темы исследования, изложена степень разработанности проблемы, обозначены цель, задачи, объект и предмет исследования, теоретическая и методологическая основа диссертационной работы, её инструментально-методический аппарат, информационно-эмпирическая и нормативно - правовая база, сформирована рабочая гипотеза диссертационного исследования. Также во введении сформулированы основные научные результаты, выносимые на защиту, научная новизна исследования, его теоретическая и практическая значимость (стр. 3-16).

В первой главе диссертации «Теоретико-методологические основы проектного финансирования как экономического инструмента стимулирования инвестиционных процессов» изложены основы проектного финансирования, проведен многогранный теоретико-методологический анализ, раскрывающий его глубокие исторические корни и эволюцию. В главе детально прослеживается историческая траектория проектного финансирования, начиная с его зарождения в средневековых итальянских банковских системах и заканчивая его применением в инвестиционной деятельности современных компаний (стр. 17-46).



Кроме того, введена важная классификация, в соответствии с которой различают полностью самофинансируемые и частично самофинансируемые проекты. Рассматриваются источники и формы проектного финансирования, включая долговые и долевыми обязательства, квазиакционерный капитал. Подробно рассмотрены ограничения и недостатки проектного финансирования, включая более длительные сроки реализации, высокие транзакционные издержки, более высокую стоимость долга, жесткие требования к отчетности и сложное распределение рисков (стр.18-33). Подходы к идентификации категории проектного финансирования, позволили автору выявить специфические особенности, разительно отличающие данную форму финансирования от прочих финансовых инструментов поддержки и развития предпринимательства и дали возможность прийти к авторской трактовке понятия «проектное финансирование» (стр.32-56).

Вторая глава диссертационной работы «Институт проектного финансирования в глобальной и российской финансовых системах» посвящена оценке современных тенденций в развитии глобальных и отечественных рынков проектного финансирования (стр.82-116). Проведенный во второй главе анализ подтвердил обоснованность и актуальность избранного направления исследования, в ней раскрыты отличительные особенности российского рынка проектного финансирования, в части, структурных, отраслевых, организационных и финансовых характеристик (стр.116-197). Изучена роль Фабрики проектного финансирования в инвестиционных процессах экономики России (стр.133-156).

Третья глава диссертации «Обоснование значимости проектного финансирования в стимулировании инвестиционных процессов России в условиях экономической неопределенности» (стр.197-259), сформулирован комплекс рекомендаций автора относительно модификации модели проектного финансирования, в частности, «Фабрики проектного

финансирования» как инструмента стимулирования инвестиционных процессов (стр.254-253). Для изучения влияния проектного финансирования на различные макроэкономические показатели российской экономики применен корреляционный и регрессионный анализ. В качестве теоретических основ использованы кейнсианская теория инвестиций и модель роста Солоу (стр. 217-229).

В заключении сделаны основные выводы и подведены итоги диссертационного исследования (стр.260-264).

Основные тезисы, представленные в диссертационной работе, а также положения, выводы, рекомендации и предложения, судя по автореферату, были апробированы соискателем на научных мероприятиях, в формате конференций международного и всероссийского масштаба, в том числе на международных конференциях Web of science, круглых столов и научных семинаров. Высокий уровень научности соискателя подтверждает и тот факт (судя по автореферату), что им выполнен серьезный научный проект Российского фонда фундаментальных исследований (РФФИ) на тематику диссертационного исследования.

Анализируемая работа представляет собой самостоятельное и завершённое научное исследование, написанное стилистически выверенным, грамотным научным языком, полностью соответствующее плану работы.

Все сказанное позволяет заключить, что цель и задачи диссертационного исследования определены автором в соответствии с избранной темой и полностью реализованы. Положения диссертации, выносимые на защиту, доказательны и достаточно полно аргументированы. Степень обоснованности научных положений, выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертации, верифицирована анализом широкого круга теоретических и практических материалов по исследуемой проблеме.

#### **Достоинства и недостатки в содержании диссертации.**



В целом авторская концепция, методы и способы подачи материала и достижения поставленных целей заслуживают высокой оценки и поддержки, потому что работа выполнена эрудированным, современно мыслящим специалистом с практическими навыками и хорошим знанием деталей рассматриваемой проблемы. Работу отличает логичность выводов, четко выстроенная аргументация положений.

Самостоятельность суждений автора находится в гармоничном балансе с его компетентностью и строгим научным академизмом в реализации поставленных научных задач. Безусловно, положительным моментом диссертационного исследования является вовлечение в научный оборот и использование соискателем большого массива фактического, в том числе и оригинального, материала, имеющего теоретическое и практическое значение и придающего основным концептуальным положениям диссертации характер выводного знания.

Вместе с тем, подтверждая достоинства диссертационного исследования Хаханаева У.С-Э., следует отметить, что в силу масштабности затронутых проблем в нем имеются определенные моменты, требующие дополнительного обоснования и пояснений, не затрагивающие его концептуальных линий:

1. Автором справедливо отмечено, что сочетание повышенного технологического риска, риска изменения законодательства и политического отношения к традиционным предприятиям размывает границы между четырьмя ячейками матрицы, приведенной (с. 29-31) диссертации. Учитывая постоянно меняющиеся условия на мировой и российской инвестиционной площадке считаем, что для инвесторов, которые должны принять решение об оптимальном перспективном распределении активов, безопасным сектором для проектного финансирования сегодня, может стать совершенно другой сектор, в течение очень короткого периода времени. Автор недостаточно ясно, на наш взгляд, отражает в работе свою точку зрения по данному дискуссионному вопросу, и в этой связи хотелось бы дополнительных разъяснений.

2. Автор, в диссертации оценивая динамику инвестиционной активности внутри отраслей российской экономики, отмечает (стр.183), что эффективность подобной активности находится на сравнительно низком уровне, что выражается в сохраняющейся проблеме высокой степени износа основных средств (рис.27, с. 184). Вместе с тем, на наш взгляд, автору следовало бы больше внимания уделить тем отраслям, где больше всего использован механизм проектного финансирования.



3. Если взглянуть на данные опроса предприятий России по оценке целей инвестиций в основной капитал, выделяется несколько тенденций, которые можно интерпретировать для понимания состояния и направления развития этих компаний (рис.29) на странице 188 диссертации. Не ясно, каким был при опросе охват экономических субъектов в количественном разрезе, хотя автор дает ссылку на официальный сайт Росстата?

4. Заслуживает особого внимания, предложенная автором улучшенная (модифицированная) модель проектного финансирования (с. 257-258). Как отмечает сам автор, модель представляет собой надежную архитектуру, в которой сочетаются внутренний капитал, дружественное международное сотрудничество, государственное вмешательство и продуманные протоколы управления рисками. Вместе с тем, результаты проведенного исследования показывают, что автор привел предложения по улучшению существующей модели фабрики проектного финансирования (с.254-256), хотелось бы уточнений по двухвекторной реформе модели проектного финансирования.

В то же время отмеченные недостатки в целом не снижают теоретической и практической значимости исследования и общего высокого уровня диссертационной работы.

Диссертация Хаханаева У.С-Э. обладает высоким теоретическим потенциалом, раскрывает задачи, поставленные в качестве исследуемых, и содержит ряд существенно новых разработок.

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

Диссертационное исследование Хаханаева У. С-Э. на тему « Системная реструктуризация проектного финансирования в финансовой системе России» является научно-квалификационной работой, в которой содержится решение научной задачи, имеющей значение для развития соответствующей отрасли знаний - финансы, выполненной в соответствии с Паспортом специальностей ВАК Министерства науки и высшего образования Российской Федерации 5.2.4. Финансы, п. 18. Проектное и венчурное финансирование.

Диссертация и автореферат написаны в соответствии с требованиями ВАК, отражают логику и завершенность исследования.

Актуальность проведенного исследования, его научная новизна и выводы, теоретическая и практическая значимость 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, а ее автор, Хаханаев Умар Сайд-Эмиевич, заслуживает присуждения искомой ученой степени кандидата экономических наук по научной специальности 5.2.4. – Финансы.

**Официальный оппонент:**

Профессор кафедры «Экономика и финансы» Липецкого филиала ФГБОУ ВО «Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации»,  
д.э.н., доцент



Иван Николаевич Макаров

20.11.2023

Липецкий филиал федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего образования «Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации»

398050, Липецкая область, г. Липецк, ул. Интернациональная д. 3

Телефон: 4742-27-99-12

E-mail: excellennzz@gmail.com

Согласен с решением  
Директор филиала  Е. А. Томкова  
20.11.2023

