

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 кандидата экономических наук, профессора
Школы финансов Национального исследовательского университета
«Высшая школа экономики» Тихомирова Дмитрия Викторовича
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 определяется тем, что в условиях текущей политико-экономической ситуации (санкции и значительное внешнее давление, зависимость от импорта в ряде отраслей и прочее) роль проектного финансирования возрастает, и данный инструмент может стать источником дополнительных позитивных сдвигов в экономике страны. Текущие обстоятельства вызвали необходимость трансформации и переосмысления механизма проектного финансирования в России. Проведенное автором диссертационной работы исследование особенностей проектного финансирования в российском контексте является своевременным, учитывая продолжающиеся усилия руководства страны по диверсификации и структурной трансформации экономики. В контексте современных событий на глобальном мировом рынке, и в экономике России в частности, значимость проектного финансирования в настоящее время существенно возросла не только для отдельных проектов, но и для всей финансовой системы государства и экономики в целом.

В работе уделяется внимание важным аспектам развития проектного финансирования в российской экономике, рассмотрены вопросы системной реструктуризации проектного финансирования в российской финансовой системе.

Это обуславливает высокую актуальность выбранной темы диссертационного исследования, научно-теоретическую и практическую востребованность данной проблематики, рассматриваемый Хаханаевым У.С.-Э. круг проблемных вопросов.

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

Анализ содержания диссертационной работы Хаханаева У. С-Э. позволил сделать вывод о том, что автор успешно реализовал цель исследования, которая заключалась в комплексном, критическом исследовании и аналитической оценке системы проектного финансирования в Российской Федерации как инструмента стимулирования инвестиционных процессов с акцентом на ее структурные, отраслевые, организационные и финансовые аспекты. Это позволило автору успешно разработать и обосновать теоретико-методологический подход к проектному финансированию.

Достоверность выводов и предложений, сформулированных в диссертации, определяются проведением исследования с применением общенаучных методов и приемов, обобщением и анализом значительного массива общедоступных данных.

Научные результаты диссертации базируются на трудах отечественных и зарубежных ученых и практиков в области оптимизации проектного финансирования корпоративных финансов, инвестиционного анализа, финансового менеджмента, кредитования, управления рисками, инвестиций, разработки и управления инвестиционными проектами, финансовых рынков, антикризисного управления в условиях экономической неопределенности функционирования финансовой системы России. При этом автор применяет принципы и подходы из экономической теории, финансовой математики, экономико-математического моделирования, в частности кейнсианскую теорию инвестиций и иные, отражающие конкретную взаимосвязь между инвестиционной активностью, ее стимулированием и макроэкономическими показателями развития экономики. Всесторонне изучены законодательные и нормативно-правовые акты Российской Федерации касательно исследуемой проблематики. Выводы автора иллюстрируются многочисленными рисунками и статистическими графиками и таблицами.

Достоверность и научная новизна положений, выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертационном исследовании в общем виде, заключается в обосновании автором методологических подходов к выявлению и эволюции механизмов проектного финансирования, прослеживании многопланового сдвига его парадигмы от традиционных секторов и макрорегионов к направлениям устойчивого развития российской экономики.

В работе проведен комплексный историко-хронологический обзор подходов российских и зарубежных ученых, показывающий глубокое знакомство исследователя с литературой по данной проблематике и умение вычленив в сжатой форме основные особенности каждой из указанных работ. Применение этих методов позволило автору изучить ряд новых фактов и выявить неизвестные ранее закономерности в исследуемой области.

Основные положения, сформулированные в диссертации и раскрывающие суть отдельных научных результатов диссертационного исследования содержат элементы приращения научного знания, а также личный вклад соискателя. Судя по содержанию диссертации Хаханаева У. С-Э., в работе проведено углубленное изучение эволюции, практики применения и последствий реализации проектного финансирования с особым акцентом на его роль в финансовой системе Российской Федерации. Заслуживает внимания анализ, охватывающий исторический контекст, теоретические построения, эмпирический анализ и стратегическое моделирование, предлагая всесторонний обзор различных аспектов проектного финансирования.

Практический интерес вызывает разработанная автором система периодизации. Содержание диссертации показывает, что автор глубоко погружен в тематику проектного финансирования, проследил его истоки от торговых экспедиций и добычи полезных ископаемых до его современного применения в различных секторах.

Научная новизна результатов представленного диссертационного исследования 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. Исследование представляет многомерную модель проектного финансирования, в которой внимание уделяется адаптивности, управлению рисками согласованности с целями национального развития. Это новое обобщение представляет собой существенный вклад в понимание и практическое применение проектного финансирования как сложного и ключевого финансового инструмента для стимулирования роста, диверсификации и устойчивого развития российской экономики.

Можно выделить следующие элементы, характеризующие научную новизну диссертационного исследования:

- представлена авторская трактовка проектного финансирования, уточняющая традиционные представления 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;

- 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;

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

- на основе проведенного статистического анализа за период 2002-2022 гг., автору удалось отразить динамику синдицированного кредитования, отраслевые сдвиги и региональные колебания в проектном финансировании;

- построена периодизация формирования отечественной модели проектного финансирования, на основе комплексного анализа эволюции механизмов проектного финансирования в Российской Федерации, завершившейся созданием Фабрики проектного финансирования;

- выявлены и детально рассмотрены особенности модели Фабрика проектного финансирования;

- 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 отечественного народного хозяйства.

Значимость для науки и практики полученных автором результатов исследования.

Результаты диссертационного исследования Хаханаева У.С-Э. имеют как теоретическую, так и практическую значимость, что определяется комплексным подходом к реализации поставленной цели исследования, доведением теоретических положений и выводов по рассматриваемой проблеме до выработки конкретных рекомендаций.

Прежде всего, следует выделить теоретическую аргументацию автора о необходимости исследования эволюции и многогранной смены парадигм в рамках проектного финансирования. Соискатель уделяет особое внимание уникальному геополитическому и экономическому контексту России, что позволило автору сделать ценные выводы для выработки комплексного и всестороннего взгляда на процессы в развитии проектного финансирования.

Кроме того, значимость исследований соискателя определяется результатами использованного системного подхода и практической направленностью ряда сформулированных предложений, которыми могут воспользоваться практики в области сферы отраслевого и макроэкономического регулирования, экономического планирования, инвестирования крупных проектов, а также руководители инвестиционных кампаний. Полученные автором результаты научного исследования, в части теоретических положений и выводов, могут быть использованы, как сказано в автореферате, в преподавании учебных дисциплин в высших учебных заведениях при реализации образовательных программы бакалавриата, магистратуры экономических направлений и специальностей в разрезе профилей подготовки.

Диссертация в целом производит впечатление законченного самостоятельного исследования, обладающего всеми атрибутами научной работы, содержит авторскую концепцию, логику исследования и конструктивность выводов и рекомендаций.

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. Автореферат и публикации (23 статьи, в том числе 6 в изданиях, рекомендованных ВАК РФ) отражают основные положения и выводы диссертационного исследования, дают всестороннее представление о проделанной исследовательской работе.

Диссертационная работа состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы (151 источник, в том числе иностранные). Содержание работы изложено на 259 страницах основного текста, включая 8 таблиц, 37 рисунков и 2 приложения.

Во введении определены актуальность темы исследования, цель, задачи, объект и предмет исследования, положения, выносимые на защиту, рабочая гипотеза исследования, научная новизна, теоретическая и практическая значимость работы, публикации и структура (с. 3-16).

В первой главе диссертации «Теоретико-методологические основы проектного финансирования как экономического инструмента стимулирования инвестиционных процессов» изложены основы проектного финансирования, автором проведен детальный, многогранный теоретико-методологический анализ, раскрывающий его глубокие исторические корни и эволюцию (стр.17-56). Автор обращает внимание на адаптируемость проектного финансирования с его (в классическом варианте) безрегрессной природой к различным экономическим сценариям. Особое внимание соискателем уделено вопросам создания специальных юридических лиц для строительства, владения и эксплуатации проектов. С точки зрения тенденций рынка, в главе прослеживается эволюция проектного финансирования, начиная с начала девяностых годов XX века, когда первые эксперименты с этим методом были сосредоточены в энергетическом секторе (стр.18-33). Подходы к идентификации категории проектного финансирования, которые были проанализированы в пункте 1.2, позволили автору выявить специфические особенности, отличающие данную форму финансирования от прочих финансовых инструментов поддержки и развития предпринимательства и дали возможность прийти к авторской трактовке понятия «проектное финансирование» (стр.34-57). Интересен анализ автора самих сделок по договорам и контрактам, заключаемым в процессе использования проектного финансирования, особенно в части рисков на SPV (стр.71-78).

Вторая глава диссертационной работы «Институт проектного финансирования в глобальной и российской финансовых системах» посвящена оценке современных противоречивых тенденций, протекающих в

системе глобального и отечественного рынков проектного финансирования (стр.82-197). Проведенный во второй главе анализ подтвердил обоснованность и актуальность избранного направления исследования. Интересным представляется заключение автора относительно значения проектного финансирования как стимулятора инвестиционных процессов в России, особенно в условиях экономической неопределенности. В ней раскрываются отличительные особенности российского рынка проектного финансирования, включающие структурные, отраслевые, организационные и финансовые аспекты.

Анализ и полученные результаты 1 и 2 глав диссертационной работы позволили автору логически перейти к третьей главе диссертации «Обоснование значимости проектного финансирования в стимулировании инвестиционных процессов России в условиях экономической неопределенности» (стр.197-259).

Интересным представляется заключение автора относительно значения проектного финансирования как стимулятора инвестиционных процессов в России, особенно в условиях экономической неопределенности. В ней раскрываются отличительные особенности российского рынка проектного финансирования, включающие структурные, отраслевые, организационные и финансовые аспекты (стр.197-259).

Основные тезисы, представленные в диссертационной работе, а также положения, выводы, рекомендации и предложения, судя по автореферату, были презентованы соискателем на научных мероприятиях, в формате конференций международного и всероссийского уровня, в том числе на международных конференциях Web of science (Владивосток, Екатеринбург, Грозный), круглых столов и научных семинаров.

Достоинства и недостатки в содержании диссертации.

В целом, представленная работа свидетельствует о высокой подготовленности соискателя, его способности к аналитическому мышлению и умению обобщать полученные результаты.

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 исследований в вопросе идентификации категориального содержания термина «проектное финансирование» (стр.34-59). Во-первых, автор, ссылаясь на мнения нескольких зарубежных ученых (стр.40), отмечает, что проектное финансирование можно легко определить концептуально, поскольку существуют четкие характеристики, на которые можно указать, такие как крупные капиталовложения, отдельная проектная компания и денежный поток, обслуживающий долг. На практике, когда необходимо провести различие между проектным финансированием и другими формами финансирования, становится очевидным, что между этими различными формами существуют пересечения, неопределенности – например, на практике существуют различные подходы в части создания отдельной проектной компании или просто организации отдельного учета и выделения активов и обязательств.

Во-вторых, автор упоминает о смешении понятий проектного финансирования и проектного кредитования (стр. 8), однако в целом в современной российской теории и практике наблюдается консенсус в части понятия проектного финансирования в понимании автора и отсутствие значимых противоречий между исследователями и участниками процесса.

В этой связи хотелось бы пояснений уточнений автора исследования по данному вопросу.

2. В обзоре литературы и источников было бы целесообразным сместить акценты на наиболее актуальные исследования именно в области проектного финансирования. В ряде случаев соискатель обращается к авторам, которые занимались более широкими вопросами в области финансов и инвестиций, в то же время представлено ограниченное число авторов, публиковавших статьи в ключевых научных журналах именно по тематике исследования.

3. В диссертационной работе с помощью эконометрических методов (регрессионного анализа, расчета коэффициента корреляции Пирсона) автором работы проверяется гипотеза о том, что проектное финансирование оказывает положительное влияние на макроэкономические переменные (стр.218-224). Результаты проведенного корреляционного анализа (табл. на стр.222) показали как положительную, так и отрицательную взаимосвязь с независимыми макроэкономическими переменными. Означает ли, что отрицательные значения по некоторым показателям не влияют на процессы в проектном финансировании? Влияние проектного финансирования на ряд макроэкономических показателей требует дополнительного анализа, а

возможно и указание ограничений такого анализа в принципе (с учетом недостаточности открытой информации, распределенные во времени эффекты, множества участников и др.).

4. Автор четко подчеркивает отсутствие регресса в классических подходах к проектному финансированию. В то же время, практика реализации проектов на принципах проектного финансирования практически всегда предполагает какие-то формы и комбинации, по крайней мере, ограниченного регресса.

5. Ряд выводов автора по возможности совершенствования инструмента Фабрика проектного финансирования выглядит довольно теоретическим, не учитывает весь комплекс методологических и практических аспектов, условий, возможностей участников (банков, ФОИВов, иных) при реализации механизма. Например, «зависимость данной модели от государственных субсидий» является неотъемлемой характеристикой инструмента, который предполагает предоставление субсидий; «отсутствие механизма распределения рисков» требует дополнительных пояснений.

Более целесообразным выглядит, скорее, не критика инструмента Фабрики, а предложения по формированию и внедрению иных механизмов в дополнение к Фабрике.

Вместе с тем, надо отметить, что в основном указанные замечания носят преимущественно дискуссионный характер и не умаляют актуальность и значимость работы.

Заключение о соответствии диссертации критериям, установленным Положением о порядке присуждении ученых степеней

Диссертационное исследование Хаханаева У. С-Э. на тему «Системная реструктуризация проектного финансирования в финансовой системе России» по постановке цели и решению задач, актуальности и новизне исследования, теоретической и практической значимости является самостоятельной законченной научно-квалификационной работой, 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 присуждения 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 ученой степени кандидата экономических наук по научной специальности 5.2.4. – Финансы.

Официальный оппонент:

Профессор Школы финансов,
факультета экономических
наук, Национального
исследовательского
университета «Высшая школа
экономики», к.э.н.

Тихомиров
Дмитрий
Викторович



28.11.2023

Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики»,
109028, Москва, Покровский б-р, д. 11, каб. S628
Телефон: +7 (495) 772-95-90, доп.тел.: 27190
E-mail: dtikhomirov@bk.ru



Подпись заверено
СПЕЦИАЛИСТ ПО ПЕРСОНАЛУ
УПРАВЛЕНИЯ ПЕРСОНАЛА
Николаева АВ
28 ноября 2023г.