

На правах рукописи



**Охезина Кристина Юрьевна**

**РАЗВИТИЕ СИСТЕМЫ ПРОЕКТНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ  
ЖИЛИЩНОГО СТРОИТЕЛЬСТВА В РОССИИ**

Специальность 5.2.4. – Финансы

**АВТОРЕФЕРАТ**  
диссертации на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук

Владикавказ – 2024

Работа выполнена в федеральном государственном бюджетном образовательном учреждении высшего образования «Кубанский государственный университет»

Научный руководитель: доктор экономических наук, профессор  
**Дробышевская Лариса Николаевна**

Официальные оппоненты: доктор экономических наук, доцент, профессор  
кафедры «Финансы и кредит» федерального государственного автономного образовательного учреждения высшего образования «Южный федеральный университет»

**Свиридов Олег Юрьевич**

Кандидат экономических наук, доцент, доцент  
кафедры банковского дела федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего образования «Ростовский государственный экономический университет (РИНХ)»

**Столбовская Надежда Николаевна**

Ведущая организация: федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение высшего образования «Воронежский государственный университет»

Защита состоится «23» декабря 2024 г. в 12.00 часов на заседании диссертационного совета 24.2.399.03 по экономическим наукам на базе Северо-Осетинского государственного университета имени Коста Левановича Хетагурова по адресу: 362025, г. Владикавказ, ул. Ватутина, 44-46. Зал ученого совета.

С диссертацией и авторефератом можно ознакомиться в научной библиотеке Северо-Осетинского государственного университета имени Коста Левановича Хетагурова и на официальном сайте университета: [www.nosu.ru](http://www.nosu.ru).  
Электронная версия автореферата размещена на официальном сайте ВАК Министерства науки и высшего образования РФ <https://vak.minobrnauki.gov.ru>.

Отзывы на автореферат, заверенные печатью, просим направлять по адресу: 362025, г. Владикавказ, ул. Ватутина, 44-46, Диссертационный совет 24.2.399.03 Ученому секретарю.

Автореферат разослан «\_\_» \_\_\_\_\_ 2024 г.

Учёный секретарь  
диссертационного совета 24.2.399.03  
кандидат экономических наук, доцент

Алиса Васильевна Олисаева

## ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

**Актуальность исследования.** В условиях современных политических, экономических вызовов, ограничения традиционных источников финансирования проектное финансирование приобретает все большую значимость при реализации сложных и крупномасштабных инвестиционных проектов. Оно позволяет аккумулировать инвестиции, минимизировать риски как для застройщиков, так и для инвесторов, способствуя тем самым поступательному развитию строительной отрасли. Создавая возможности для быстрого запуска крупных инвестиционных проектов, система проектного финансирования также способствует повышению квалификации работников, развитию инфраструктуры и созданию новых рабочих мест.

Система проектного финансирования представляет собой совокупность взаимосвязанных методов, инструментов и механизмов, направленных на привлечение и размещение финансовых ресурсов для реализации инвестиционных проектов. Она позволяет выстраивать эффективный процесс финансирования инвестиционных проектов, обеспечивающий их успех и прибыльность, а также гармонизацию интересов банков, инвестиционных фондов и других капиталодержателей. Однако с появлением цифровой экономики система проектного финансирования претерпела ряд изменений, которые требуют новых инструментов и подходов. В этой связи разработка экосистемного подхода к пониманию проектного финансирования в цифровой экономике является ключевой проблемой, решение которой повысит эффективность инвестиций и позволит достигать значительных результатов в проектной деятельности.

**Степень научной разработанности проблемы.** В экономической литературе существуют различные подходы к сущности проектного финансирования, его институциональных особенностей: от акцента на финансовых инструментах (Д. Карнс, И. Никонова, Й. Парк, А. Смирнова, А. Сысоева, И. Ткаченко) до специфики управления рисками и роли инвесторов в

проекте (Л. Агузарова, Л. Вайнант, Б. Ирниязов, Е. Кашина, Р. Коши, В. Мануйленко, А. Миленков, и др.).

Теоретические аспекты финансирования проектов и формирования их источников, а также специфики государственной поддержки освещаются в трудах таких ученых, как П. Ахмед, Э. Йескомб, П. Линч, Л. Магомаева, П. Невитт, И. Сугарова, Ф. Фабозци, К. Фан и др. Методические подходы к оценке эффективности инвестиций и рисков при формировании структуры проектного финансирования раскрыты в работах Х. Альфена, Ф. Бенуа, Э. Булиевича, В. Меггинсона, П. Невитта, Т. Тиникашвили, Т. Шеманура и др.

Налоговые аспекты и правовые особенности при построении финансовой модели инициаторами проекта освещаются в работах Э. Бенджамина, П. Вуда, И. Кинока, Г. Куцури, В. Тана и Р. Тинслей. Исследованию ключевых этапов процесса проектного финансирования, начиная с оценки потребности в заемных средствах и заканчивая мониторингом и оценкой показателей реализации проекта, посвятили свои работы О. Борис, Г. Винтер, А. Дамодаран, П. Крокер, Х. Ширенбек и др.

Вопросам усиления внутренних и внешних вызовов, совершенствования правовой базы, регулирования финансовых рынков, определения приоритетных направлений развития проектного финансирования жилищного строительства посвящены труды А. Воронцовского, В. Катасоновой, В. Ковалева, Р. Парры, И. Родионовой и др. Особенности мезонинного финансирования раскрываются в работах А. Глабиша, Д. Свенсона, Дж. Тейлора, Б. Уэйнера, К. Шварц и др.

В то же время экспертиза, платформы и другие аспекты модернизации проектного финансирования жилищного строительства в условиях активного применения цифровых технологий все еще остаются не в полной мере разработанными и исследованными. В обозначенном контексте особую значимость приобретают исследования, посвященные концептуальному обоснованию, адаптивного к современным условиям, инструментария проектного финансирования жилищного строительства.

Таким образом, недостаточной изученностью проблемы проектного финансирования жилищного строительства и в то же время несомненной ее значимостью и был обусловлен выбор темы диссертационного исследования и круг решаемых им задач.

**Целью** диссертационной работы выступает развитие теоретико-концептуальной платформы системы проектного финансирования жилищного строительства и инструментарно-методического обеспечения, базирующихся на экосистемном подходе.

Для достижения цели исследования поставлены следующие **задачи** теоретического и прикладного характера:

- исследовать сущность и особенности проектного финансирования строительства жилой недвижимости, проанализировать существующие научные подходы и предложить новый терминологический конструкт на основе новой системности;

- изучить инструментарную базу проектного финансирования жилищного строительства, провести ее компаративный анализ, выделить особенности применения в цифровой среде и определить факторы, обуславливающие повышение рисков его участников;

- детерминировать проблемное поле проектного финансирования жилищного строительства на основе идентификации рисков на каждом его этапе, и обосновать выбор инструментов в зависимости от уровня риска;

- разработать и применить на практике инструментарно-методический аппарат оценки эффективности проектного финансирования жилищного строительства, адаптированный к специфике современного развития, на основе эконометрической модели прогнозирования изменения цен на объекты жилой недвижимости;

- предложить и обосновать алгоритм взаимосвязи и взаимодействия стейкхолдеров проектного финансирования жилищного строительства на основе концепции экосистем и метода визуализации;

– определить социально-экономические, нормативно-правовые, технико-технологические, организационно-управленческие эффекты от совершенствования проектного финансирования жилищного строительства на основе экосистемного подхода и разработать инструментально-методический аппарат оценки инвестиционных проектов жилищного строительства.

**Объект исследования.** Объектом исследования выступает система проектного финансирования жилищного строительства и ее элементный состав.

**Предмет исследования.** Предметом исследования выступают экономические отношения, которые складываются в процессе развития системы проектного финансирования жилищного строительства.

**Область диссертационного исследования.** Тема диссертационного исследования и его содержание соответствуют требованиям Паспорта научной специальности ВАК 5.2.4. Финансы (п. 18. Проектное и венчурное финансирование; п. 22. Финансовые инструменты и операции с ними).

**Теоретическая и методологическая основа диссертационного исследования.** Основой теоретического обоснования диссертационного исследования выступают фундаментальные труды известных отечественных ученых и зарубежных исследователей по проектному финансированию жилищного строительства, теории кредита, финансовому менеджменту, экономико-математическому моделированию финансово-инвестиционного анализа. Также важным источником информации для исследования являются нормативно-правовые документы РФ, стран мира (Великобритании, Бельгии, США), аналитические отчеты международных финансовых организаций (МФО), материалы периодических изданий.

Методология диссертационного исследования опирается на неосистемный подход Л.фон Берталанти, А. Богданова, Н. Винера, Я. Корнаи, У. Эшби и его развитие Г.Б. Клейнером. Синтез неоклассического, эволюционного и институционального подходов на основе принципа методологической систематики позволил достоверно охарактеризовать уровень проектного финансирования жилищного строительства, его взаимосвязи с

результатирующими показателями социально-экономического развития, аргументировать положения, выносимые на защиту и научную новизну диссертационного исследования.

Достижение цели и решение обозначенных задач диссертационного исследования было обеспечено использованием диалектического, структурно-функционального и сравнительного подходов, статистического анализа, ЭММ и метода обобщения данных.

**Информационно-эмпирическую основу диссертационного исследования** являются материалы Федеральной службы государственной статистики РФ, Банка России (ЦБ), Базельского комитета по банковскому надзору (БКБН), Торгового кодекса США, Международного валютного фонда (МВФ), материалы Единой информационной системы жилищного строительства, Госкорпорации Роснано, ПАО «Сбербанк», АО «АЛЬФА-БАНК», ПАО «ВТБ», АО «ДОМ.РФ» международных консалтинговых компаний, монографии, журнальные статьи, а также официальные документы и результаты авторских расчетов и осуществленных на их основе аналитических исследований и др.

**Рабочая гипотеза диссертационного исследования** базируется на обосновании авторской позиции, в соответствии с которой ключевым фактором успешной реализации сложных инвестиционных проектов в жилищном строительстве является развитие проектного финансирования на экосистемной основе. Такой подход открывает возможность преодоления несогласованности действий участников, качественного изменения взаимосвязей между ними, повышения уровня доверия, создания более устойчивой и гибкой финансовой среды. Все это предполагает развитие теоретико-методических подходов к выбору инструментов оценки сложных инвестиционных проектов на основе эконометрической модели прогнозирования изменения цен на объекты жилой недвижимости, позволяющих, с одной стороны, повысить эффективность взаимодействия участников, снизить затраты при возведении объекта жилой

недвижимости и минимизировать риски коммерческих банков, с другой – получить стейкхолдерам доступ к точной и своевременной информации.

Основные положения диссертации, выносимые на защиту:

1. Осуществление научного поиска, направленного на выбор и аргументацию наиболее эффективных инструментов проектного финансирования жилищного строительства, индуцирует необходимость развития и систематизации подходов к категориально-понятийному аппарату исследования на базе системной парадигмы, позволяющей осуществить комплексное пространственно-временное исследование относительно устойчивых социально-экономических образований, состоящих из объектов, сред, процессов и проектов. Экзогенная трактовка социально-экономической системы и учет ее локализации позволяют учесть широкий спектр взаимосвязей и взаимозависимостей между участниками процесса проектного финансирования, раскрыть гетерогенность, деформацию пространства и времени, и на этой основе уточнить сущностно-содержательную характеристику понятия «проектное финансирование жилищного строительства».

2. Социально-экономические системы следует рассматривать как гетерогенные, многоаспектные объекты, одновременно функционирующие в различных сферах, а участников проектного финансирования жилищного строительства – в качестве совокупности относительно устойчивых подсистем, развивающихся посредством различных форм внутрисистемных и межсистемных взаимодействий и спектра применяемых инструментов. Цифровизация экономики с применением сквозных технологий открывает широкие возможности для дополнения и расширения инструментария проектного финансирования жилищного строительства, и в то же время увеличивается число факторов, обуславливающих возникновение рисков для всех участников данного процесса.

3. Продуктивное взаимодействие участников проектного финансирования жилищного строительства возможно при выборе формата и

внедрении новых технологических решений. Выбор формата взаимодействия участников опосредует уточнение целевой функции, возможностей и ограничений стейкхолдеров проектного финансирования жилой недвижимости, так как от этого зависит не только ожидаемый эффект от проекта, но и условия самой сделки, для каждой сделки характерно наличие специфических рисков (при строительстве, в т.ч. не финансовых), которые зависят от этапа финансирования проекта. Уровень риска для инвестора снижается по мере приближения даты сдачи объекта в эксплуатацию, однако для получения выгоды инвесторам при проектном финансировании необходимо инвестировать на ранних стадиях жизненного цикла проекта, что обуславливает необходимость идентификации рисков на каждом этапе, выявления взаимосвязи стейкхолдеров проектного финансирования и их выбора инструментов проектного финансирования жилищного строительства в зависимости от уровня риска.

4. Рынок строительства жилой недвижимости остро реагирует на изменения внешней и внутренней среды на всех этапах строительства. Чрезвычайная социально-экономическая важность и необходимость достижения сбалансированного и устойчивого развития на макроуровне инициируют необходимость прогнозирования последствий влияния внутренних и внешних факторов, возможных отклонений от текущего состояния, а также целесообразность конструирования и апробирования модели, учитывающей отраслевые особенности жилищного строительства, и позволяющей определить экономическую эффективность сделки и обоснованность вложений для стейкхолдеров.

5. В современных условиях для повышения результативности проектного финансирования жилищного строительства необходимо трансформировать подходы к его организации, планированию и контролю посредством формирования особых конструктов, которые базируются на взаимосвязи и взаимодействии всех участников. Решением в данном случае выступает экосистемный подход, который позволяет комплексно исследовать

функционирование экономических субъектов во времени и пространстве: наиболее полно раскрыть сущность и специфику процессов внутреннего взаимодействия ее элементов, взаимодействия с внешней средой, определить эффективность и повысить результативность инвестиционного процесса.

6. Система проектного финансирования жилищного строительства имеет ряд особенностей, которые присущи экосистеме: взаимодействие стейкхолдеров, прозрачность и открытость рынка проектного финансирования, многообразие участников, наличие инновационных инструментов и технологий, регулирование, возможность анализа эффектов, оценка последствий изменения качества различных сред для развития и др. Ее формирование также связано с изменением ролей стейкхолдеров, структуры сделок и необходимостью поиска решений. Кроме того, значительно усложнились взаимосвязи между стейкхолдерами и инициаторами проекта жилищного строительства увеличились (в одной сделке проектного финансирования объекта жилой недвижимости могут одновременно принимать участие финансовые учреждения, государство и институт развития, с одной стороны, и застройщик с конечным потребителем, с другой), что индуцирует поиск компромисса и стимулирует отрасль к развитию. Поэтому целесообразно разработать алгоритм выбора наиболее эффективных инструментов для сделки, позволяющий оптимизировать процесс финансирования и минимизировать риски коммерческих банков.

**Научная новизна** диссертационного исследования состоит в обосновании и развитии теоретико-концептуального базиса системы проектного финансирования жилищного строительства на основе экосистемного подхода, и разработке экономического и инструментально-технологического обеспечения оценки инвестиционных проектов с учетом особенностей их реализации в цифровой среде.

К наиболее важным результатам диссертационного исследования, которые содержат элементы научной новизны, относятся:

– расширены теоретико-концептуальные и понятийные положения системы проектного финансирования жилищного строительства на основе его анализа и характеристики как относительно устойчивой, целостной пространственно-временной системы внутренних и внешних взаимодействий между фокальными участниками и стейкхолдерами, базирующейся на полиинструментальности, на займе под денежные потоки, которые генерируются инвестиционным проектом, а также на контроле и разделении рисков на различных этапах строительства и функциональной ответственности между стейкхолдерами, и направленной на гармонизацию интересов участников, повышение эффективности инвестиционного процесса, что позволяет создать методологический базис системы проектного финансирования строительства жилой недвижимости;

– дополнена классификация инструментов проектного финансирования жилищного строительства, включающая предпроектное финансирование, Pay Once, совместное предприятие, Private Equity, кредитный мезонин, проектный мезонин, мезонин в АПК, мезонин в ЛВО, акционерный мезонин, фабрика проектного финансирования, Initial Coin Offering (ICO), Security Token Offering (STO), что позволило осуществить их сравнительный анализ, раскрыть специфические характеристики применения в цифровой среде, выявить факторы, которые обуславливают рост рисков всех участников, учет которых позволит повысить достоверность оценки эффективности системы проектного финансирования жилищного строительства;

– идентифицированы и классифицированы риски проектного финансирования жилищного строительства (экологический, риск дисбаланса, кредитный, инфляционный), и на этой основе осуществлена их оценка на каждом этапе возведения объектов и определены уровни, что повысит точность оценки рисков сделок проектного финансирования и позволит рассчитать корректировочные значения для оценки эффективности проекта для инвестора и заемщика;

– разработан инструментально-методический аппарат оценки инвестиционных проектов жилищного строительства на основе финансовой модели и эконометрической модели прогнозирования изменения цен на объекты жилой недвижимости, которая позволяет описывать, объяснять и предсказывать экономические явления и процессы, а также анализировать связь между различными переменными (такими как объем проектного финансирования жилищного строительства, текущая задолженность по проектному финансированию, сумма на эскроу счетах и др.), имплементация модели позволит не только минимизировать риски коммерческих банков при выдаче проектного финансирования но и выбрать наиболее эффективный инструмент финансирования;

– предложен и обоснован алгоритм взаимосвязи и взаимодействия стейкхолдеров системы проектного финансирования жилищного строительства на основе высокоинтегрированной формы экономической деятельности – экосистемы – как пространственно локализованного комплекса взаимосвязанных и взаимодействующих систем объектного, средового, процессного и проектного типов, характеризующегося непрерывностью, целостностью, устойчивостью, гомеостазом, самоорганизацией, саморазвитием, балансом между вариативностью и неизменностью элементов, направленного на сокращение издержек, гармонизацию интересов участников, и в конечном итоге динамичное социально-экономическое развитие, что позволяет разработать направления развития системы проектного финансирования жилищного строительства;

– детерминированы социально-экономические, нормативно-правовые, технико-технологические, организационно-управленческие эффекты от совершенствования системы проектного финансирования жилищного строительства, заключающиеся в разработке инструментально-методического аппарата оценки инвестиционных проектов жилищного строительства, алгоритма выбора наиболее эффективных инструментов проектного финансирования для сделки, расширении сотрудничества на основе

дополнительных соглашений и/или обязательств, формировании личных кабинетов фокальных участников проектного финансирования, что позволит повысить эффективность взаимодействия участников, значительно расширить цифровые сервисы и упростить процедуру финансирования, снизить затраты при возведении объекта жилой недвижимости и улучшить качество жилых строений.

**Теоретическая значимость** диссертационного исследования состоит в системном изучении методов, моделей проектного финансирования строительства жилой недвижимости, их гомеостаза, формировании новых научных представлений о взаимосвязи и взаимозависимости участников на основе экосистемного подхода. Разработка теоретико-концептуальной платформы экосистемы проектного финансирования строительства жилой недвижимости и модели интегральной оценки инвестиционных проектов способствуют расширению и детализации понимания роли и специфики финансового обеспечения развития национальной экономики посредством проектного финансирования. Теоретические и методические положения послужили базой для составления модулей лекционных и практических занятий, которые реализуются в рамках основных образовательных программ по направлению 38.03.01 Экономика и специальности 38.05.01 Экономическая безопасность в ФГБОУ ВО «Кубанский государственный университет» по дисциплинам: «Финансы», «Основы инвестиционной деятельности», «Инвестиции», «Инвестиционный менеджмент».

**Практическая значимость диссертационной работы.** Рекомендации, разработанные в ходе исследования, могут быть использованы в рамках подготовки экономически обоснованных управленческих решений, стратегических документов, программ органами госвласти по качественному изменению процесса финансирования жилищной отрасли, модельного аппарата и сопряженным с этим совершенствованием нормативно-правовых документов, регулирующих процесс проектного финансирования жилищного строительства.

**Апробация результатов диссертационного исследования.** Ключевые положения исследования были изложены в 2019-2024 гг. на международных, национальных научно-практических конференциях, которые проходили в Московском государственном университете им М.В. Ломоносова (2023 г.), Донецком государственном университете (2024 г.), Донбасской аграрной академии (2021 г.), Кубанском государственном университете (2019, 2021 гг.), Адыгейском государственном университете (2024 г.), Байкальском государственном университете (2024 г.), Ростовском государственном экономическом университете (2024 г.).

**Публикации.** По теме диссертации опубликованы 14 статей, в которых отражены основные результаты исследования, общим объемом 5,2 п.л., (авт. 4,4 п.л.), в т. числе в рецензируемых журналах - ВАК общим объемом 2,9 п.л. (авт. 2,1 п.л.)

**Структура и объем диссертации.** Работа состоит из введения, 3-х глав, заключения, списка использованных источников и приложений.

### **ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ**

**Во введении** аргументирована актуальность проблемы применения проектного финансирования строительства жилой недвижимости, раскрыта степень ее разработанности, детерминированы цель и задачи исследования, его объект и предмет, теоретико-концептуальный базис, инструментальное обеспечение, рабочая гипотеза, а также научная новизна, его теоретическая и практическая значимость.

**В первой главе «Концептуальные основы проектного финансирования в жилищном строительстве»** раскрыт генезис проектного финансирования, определены стейкхолдеры и фокальные участники ПФ жилищного строительства, раскрыты его инструменты, их особенности в цифровой среде.

В работе предложена авторская трактовка проектного финансирования строительства жилой недвижимости как относительно устойчивой, целостной пространственно-временной системы внутренних и внешних взаимодействий

между фокальными участниками и стейкхолдерами на основе полиинструментальности, базирующейся на займе под денежные потоки, которые генерируются инвестиционным проектом, а также на контроле и разделении рисков на различных этапах строительства и функциональной ответственности между стейкхолдерами, целеориентированной на гармонизацию интересов, повышение эффективности инвестиционных решений.

В диссертационном исследовании отмечается, что российская практика применения инструментария значительно шире зарубежной. Так, в зарубежных странах инструменты проектного финансирования не применяются по отдельности, не комбинируются, в то время как отечественная практика позволяет использовать данные инструменты на любой стадии жизненного цикла компании в любом сочетании. Осуществлен компаративный анализ существующих инструментов проектного финансирования жилищного строительства, который позволил выделить наиболее эффективные – мезонинное финансирование, фабрика проектного финансирования от ВЭБ РФ, Security Token Offering и Initial Coin Offering. (таблица 1).<sup>1</sup>

Базируясь на системной парадигме, в работе уточнено понятие мезонинного финансирования как относительно устойчивой системы взаимодействий стейкхолдеров, основанной на сочетании функции банковского кредитования и акционерного капитала и обеспеченной земельными активами, применяемой при повышенном риске сделки и целеориентированной на привлечение большего объема инвестиций.

---

<sup>1</sup> Составлено автором по результатам исследования.

Таблица 1 – Инструменты проектного финансирования<sup>2</sup>

Инструмент ПФ	Описание	Обеспечение
Предпроектное финансирование (от 250 млн руб.); до 5-ти лет	Привлечение финансирования на ранней стадии проекта до момента получения проектного кредита	Залог долей проектных
Совместное предприятие (от 500 млн. руб.); до 10-ти лет	Финансирование на приобретение бизнеса или активов за счёт создания совместного предприятия. Возможность не консолидировать долг на балансе группы клиента	Залог акций и/или долей совместного предприятия
Private Equity (от 1 млрд. руб.); до 10-ти лет	Привлечение акционерного финансирования для зрелых или быстрорастущих компаний от надёжного партнёра в лице профессионального институционального инвестора	Залог контрольного пакета акций и/или долей, запрет на отчуждение активов, преимущественное право на возврат инвестиции в случае события ликвидности (продажи бизнеса или IPO)
Кредитный мезонин (от 250 млн. руб.); до 10-ти лет	Привлечение дополнительного финансирования при высокой долговой нагрузке на различные цели, включая развитие бизнеса, финансирование проектов или рефинансирование	Залог контрольного пакета акций/долей, последующий залог активов, поручительства операционных компаний
Проектный мезонин (от 250 млн. руб.); до 7-ми лет	Привлечение дополнительного финансирования/возмещение ранее понесённых акционерами затрат на этапе реализации проекта (сверх суммы проектного кредита)	Залог земельных участков, имущественных прав, а также иных активов, поручительства акционеров /участников, компаний группы (в том числе, генподрядчика и подрядчика)
Акционерный мезонин (от 250 млн. руб.); до 10-ти лет	Привлечение финансирования на различные цели путем продажи акций/долей с возможностью получения средств напрямую акционерами/участниками (кэш-аут)	Залог контрольного пакета акций/долей, последующий залог активов, поручительства операционных компаний
Фабрика проектного финансирования (от 3 млрд. руб.); до 20-ти лет	Современный механизм финансирования инвестиционных проектов в приоритетных секторах российской экономики с гос. гарантией	Залог контрольного пакета акций/долей, последующий залог активов, поручительства операционных компаний группы клиента
Initial Coin Offering (ICO)	Криптокомпании собирают средства за счет продажи монет или токенов	Будущая стоимость монеты, при этом законность криптовалюты /цифровых активов не гарантируется
Security Token Offering (STO)	Цифровые аналоги ценных бумаг	Финансовые вложения, привязанные к реальным ценным бумагам с дополнительными регулятивными требованиями

В работе проведено развернутое исследование новых мезонинных инструментов, обосновано, что основное отличие проектного финансирования жилищного строительства, реализуемого с применением мезонина и стандартной формой проектного финансирования, заключается в обеспечении

<sup>2</sup> Составлено автором по результатам исследования.

долга: все применявшиеся ранее инструменты базируются на обеспечении займа посредством залога акций или долей совместного предприятия, а новые инструменты – посредством залога имущественных прав, земельных участков и контрольного пакета акций или долей, поскольку, как отмечалось выше, названные инструменты применимы при повторном финансировании или рефинансировании уже существующего проекта.

**Во второй главе «Исследование эффективности использования проектного финансирования жилищного строительства» представлен сравнительный анализ сделок проектного финансирования в условиях усиления внешних вызовов, осуществлено исследование динамики развития проектного финансирования с применением государственной поддержки и рискам стейкхолдеров проектного финансирования жилищного строительства. Выявлено, что распределение сделок проектного финансирования жилищного строительства в странах мира происходит неравномерно: 46% сделок заключается в Америке, 24% в Европе и 24% в Азии, 6% – в прочих странах, включая РФ. Рассмотрим распределение глобальных сделок проектного финансирования в отраслевом разрезе (рис.1).**

Наибольший удельный вес занимают сделки проектного финансирования в финансовой отрасли. Больше всего вложений в финансовой отрасли осуществляется с помощью облигационных займов (29%-43%). Облигации проектного финансирования отличаются сложностью структурирования, и размещение первого запуска требует значительного времени и соответственно затрат. Как свидетельствует зарубежный опыт, мезонинное финансирование в подавляющем числе случаев привлекает крупные коммерческие банки, страховые компании, фонды прямых инвестиций и хедж-фонды. В то же время небольшие банки, пенсионные фонды и страховые компании редко используют этот инструмент из-за риска и низкой ликвидности.



Рис.1. Распределение сделок проектного финансирования, %<sup>3</sup>

Обоснован вывод о том, что в краткосрочной перспективе в РФ мезонинное финансирование будет наиболее востребовано крупными банками (поддержка компаний с высокой капитализацией), а также фондами венчурного капитала и прямыми инвестициями (финансирование высокорисковых проектов МСП).

Применение МФ вместе с долгами первой очереди позволит оптимизировать структуру капитала инвестиционного проекта, найти дополнительные источники инвестирования, снизить потребность в собственном капитале, предотвратить размывание акционерного капитала, значительно увеличить рентабельность и соответственно уменьшить WACC. Проанализирована динамика сделок проектного финансирования в жилищном строительстве со стороны банковского сектора и жилищного строительства в 2019-2023 гг. Выбор данного промежутка времени обусловлен обязательным внедрением с 2019 г. эскроу счетов в финансовую среду застройщиков, выявлены

<sup>3</sup> Составлено автором по результатам исследования.

лидеры по площади жилья, финансируемая банком при переходе на эскроу счета – ПАО «Сбербанк» и ПАО «ВТБ банк». <sup>4</sup> Процесс жилищного строительства сопряжён со многими видами рисков, классификация которых в зависимости от этапов строительства представлена на рис 2.



Рис. 2. Классификация рисков по этапам возведения объекта жилой недвижимости<sup>5</sup>

В исследовании приняли участие 52 эксперта – представители строительных организаций и проектных институтов (при условии проведения авторского надзора), в результате которого получены следующие оценки рисков: поиск земельного участка для застройки – 4,74; подготовка проектно-сметной документации (ПСД) – 4,72; подготовительный этап – 4,4; этап строительства – 4,4; ввод в эксплуатацию строения – 3,47; и установлена обратная зависимость между этапом строительства и вероятностью возникновения рисков (на первом этапе наиболее высокая вероятность рисков, а на последнем – самая низкая).

**В третьей главе «Научно-методические рекомендации по развитию системы проектного финансирования строительства жилой недвижимости»** изложены практические аспекты воплощения в жизнь себя

<sup>4</sup> Авторские расчеты по данным: Аналитика ДОМ.РФ, URL: <https://xn--80az8a.xn--d1aqf>.

<sup>5</sup> Составлено автором по результатам исследования.

инструментария проектного финансирования в строительстве жилой недвижимости, осуществлена оценка влияния внешних факторов и аргументировано применение финансового моделирования для жилищного строительства.

С 2019 г. использование застройщиками эскроу-счетов при привлечении денежных средств граждан и юридических лиц для долевого строительства многоквартирных домов и (или) иных объектов недвижимости является обязательным. Это изменение в законодательстве придало импульс проектному финансированию, наращиванию его объемов в финансовом секторе экономики наряду с повышенным спросом на покупку жилья в связи с принятыми стимулирующими мерами господдержки. В результате это привело к перегреву на рынке девелопмента и в перспективе к снижению доли финансирования строительных проектов в общей совокупности проектного финансирования.

К 2020 г. снизились темпы строительства в связи с отменой договоров долевого участия (ДДУ) и последствиями COVID-19, как следствие государством были введены программы льготного кредитования на первичном рынке: семейная ипотека, дальневосточный гектар, арктическая ипотека и т.д.

Программа льготной ипотеки на новостройки и политика Банка России привели к рекордному снижению ставок по кредитованию. Так, к январю 2023 г. средневзвешенная ставка по ипотечным кредитам в России составляет 6,65%, в то время как в 2019 г. на аналогичный период ставка составляла 9,75% (рис. 3).<sup>6</sup>

---

<sup>6</sup> Авторские расчеты по данным: Статистика по банковскому сектору в части ипотечного кредитования – Банк России. URL: <https://cbr.ru/>.

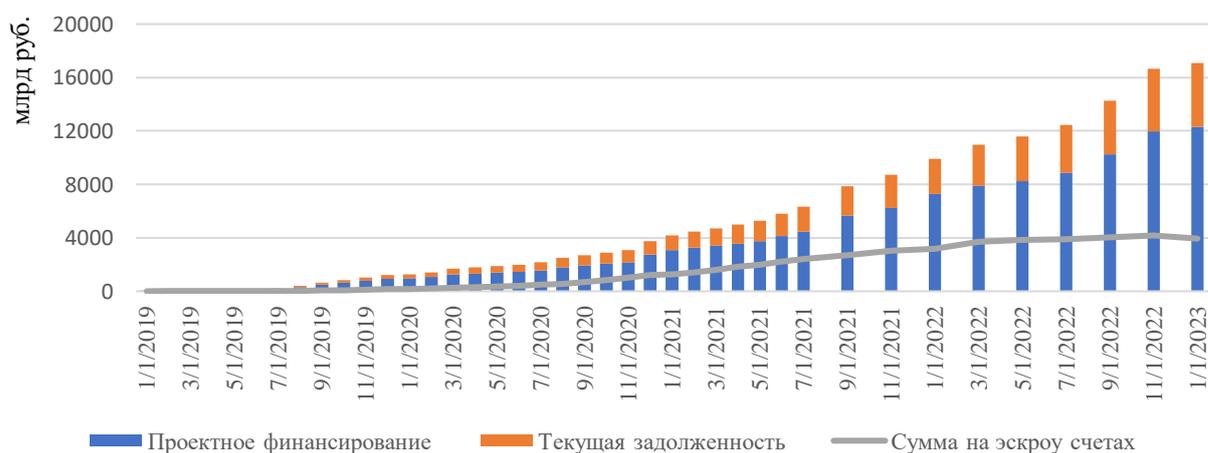


Рис. 3. Динамика проектного финансирования с использованием эскроу счетов, млрд руб.

За период 2019-2023 гг. объем проектного финансирования увеличился в 325,05 раз, сумма на эскроу счетах – в 1466,52 раза. Проектное финансирование растет большими темпами, и в скором времени денежные средства на счетах эскроу не смогут покрыть образовавшуюся задолженность. Комплексный анализ сделок проектного финансирования строительства жилой недвижимости показал, что все проекты в строительстве финансируются с помощью проектного бриджа (инструмент проектного финансирования). Обосновано, что в силу рискованности необходимо использовать одновременно и другие инструменты: так, для девелоперских проектов целесообразно использовать такие виды, как мезонинный кредит (залог активов, поручительства операционных компаний группы клиента); или акционерный мезонин (залог контрольного пакета акций/долей, последующий залог активов, поручительства операционных компаний). Для выбора наиболее эффективного из них разработан алгоритм оценки и прогноза влияния внешних факторов на объемы проектного финансирования в жилищном строительстве, применение которого позволит снизить затраты на обработку документации и сократить время, затрачиваемое на заключение сделок. Модель проектного финансирования в общем виде представляет собой следующую зависимость:

$$\chi_d = \alpha + \beta_1 \eta + \beta_2 \chi_n + \beta_3 I + \varepsilon, \quad (1)$$

где:  $\chi_d$  – объем кредитных ресурсов для застройщиков по проектному финансированию;

$\chi_n$  – текущая задолженность по проектному финансированию;

$\eta$  – сумма на эскроу счетах;

$\gamma$  – реализованная площадь;

$I$  – средневзвешенная ставка по ипотеке на первичном рынке;

$K_i$  – стоимость 1 м<sup>2</sup>.

Выявлена высокая степень взаимной зависимости всех переменных, при этом обратная взаимосвязь выявлена с уровнем процентных ставок по ипотечному кредитованию. Наибольшая однородность наблюдается во взаимосвязи объемов проектного финансирования с рыночной стоимостью недвижимости и денежными ресурсами на эскроу счетах. Практически функциональная взаимосвязь наблюдается со стоимостью квадратных метров недвижимости ( $R^2=0,99$ ).

Взаимосвязь ослабевает при моделировании с объемами реализованной площади ( $R^2=0,83$ ) и уровнем процентной ставки ( $R^2=0,59$ ). Представленные уравнения позволяют сделать вывод о наличии общих дисперсий, тем не менее, двухфакторная модель позволит строить прогнозы и аналитически оценивать кредитный механизм при финансировании жилищного строительства. В таком случае эконометрическая модель принимает следующий вид:

$$K_i = \alpha + \beta_1(\chi_{dj}/\gamma_i) + \beta_2 I_i + \varepsilon \quad (2)$$

Доля проектного финансирования в объемах реализованной площади была рассчитана с учетом временного лага, соответствующего одному строительному циклу, что в среднем соответствует 14-ти календарным месяцам. Графически взаимосвязь между процентной ставкой, долей проектного финансирования в объеме реализованной недвижимости и рыночной стоимостью квадратного метра представлена на рис. 4.

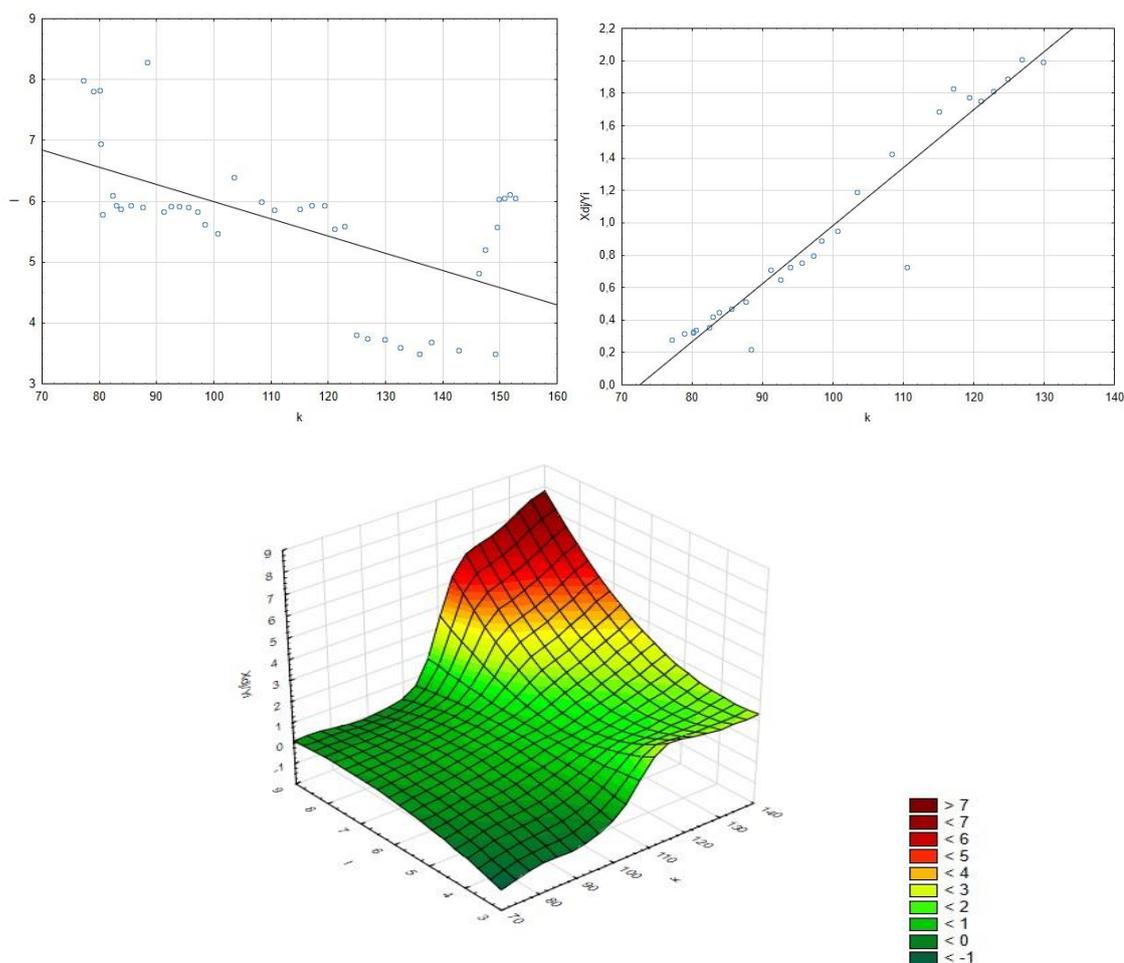


Рис. 4. Структурная однородность переменных модели<sup>7</sup>

Модель обладает высокими описательными характеристиками,  $R^2 = 0,98$ . Рост процентных ставок во второй половине 2023 г. существенно не повлиял на базовые характеристики установленных взаимосвязей. Установленная взаимосвязь позволяет строить долгосрочные прогнозы ключевых характеристик рынка недвижимости, для управляющей подсистемы – определять параметры регулятивного воздействия через кредитный механизм. В сложившихся условиях наблюдается системная асимметрия на рынке недвижимости, выражающаяся в низком предложении и медленными темпами обновления жилого фонда в небольших населенных пунктах и крупных моногородах, при этом устойчивый рост стоимости квадратных метров жилой недвижимости и высокое предложение на первичном рынке наблюдается в крупных мегаполисах и курортных регионах. В этой связи существует

<sup>7</sup> Авторские расчеты, базирующиеся на стохастическом моделировании.

объективная необходимость всестороннего стимулирования возрождения небольших населенных пунктов и сельских поселений, что позволит активизировать строительную отрасль и сократит дифференциацию в обеспеченности квадратными метрами жилой недвижимости. Построенная модель позволяет при ряде допущений сделать прогноз изменения цен на объекты недвижимости с учетом нескольких сценариев макроэкономической динамики (рис. 5).

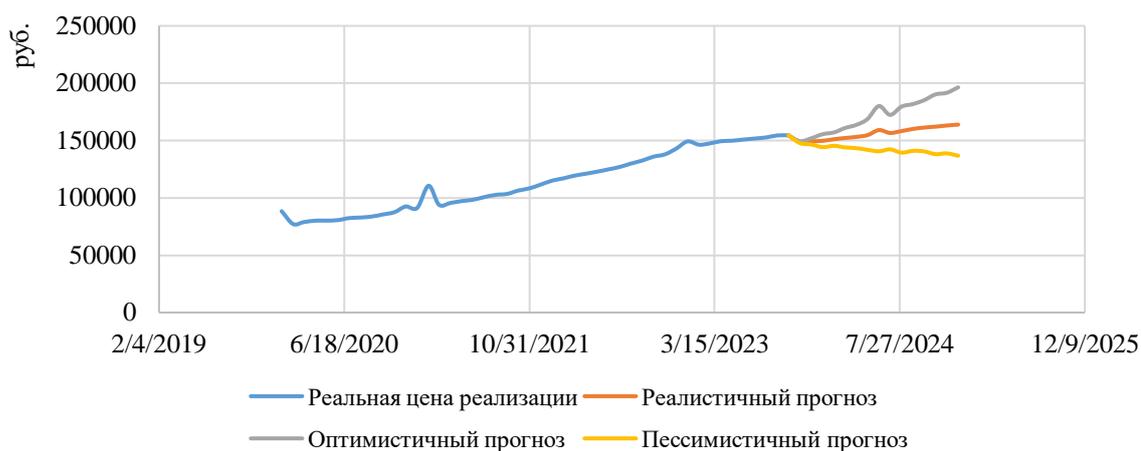


Рис. 5. Прогноз изменения цен на объекты недвижимости, руб.<sup>8</sup>

Консервативный сценарий предполагает сохранение высокой ставки и, как следствие, сокращение кредитного предложения на ипотечном рынке, при этом доля проектного финансирования в объеме реализованной недвижимости будет сокращаться. Ценовой диапазон – в коридоре 138-147 тыс. руб. Реалистичный сценарий строится на предположении о постепенном возврате к уровню процентных ставок первой половине 2023 г., объем проектного финансирования будет увеличиваться с накопленным темпом, что в совокупности приведет к продолжающемуся умеренному росту цен в диапазоне 151-163 тыс. руб. Оптимистический сценарий при наиболее благоприятной рыночной конъюнктуре позволит увеличить кредитное предложение, продолжатся программы льготного кредитования, а также возросшие объемы проектного финансирования будут способны приблизить цену квадратного

<sup>8</sup> Авторские расчеты.

метра к историческому максимуму до уровня 200 тыс. руб. к началу 2025 г. В современных реалиях построение долгосрочных прогнозов не осуществимо с необходимой научной достоверностью, поскольку помимо рыночных факторов в современной российской экономике в последние два года наблюдается возрастание роли отдельных отраслей, подпитываемых увеличением государственных расходов, что в средней и долгосрочной перспективах способно привести к процессам обратной структурной трансформации. В этой связи прогнозирование динамики и цен на рынке недвижимости ограничено по набору факторов и во временном интервале. На рис.6 схематично представлена предложенная в работе финансовая модель.



Рис. 6. Финансовая модель эффективности финансирования инвестиционных проектов<sup>9</sup>

<sup>9</sup> Авторская разработка.

Унификация финансовой модели позволяет решить ряд проблем. Во-первых, это упрощает и ускоряет процесс заключения сделок. Стандартизация процесса обмена информацией позволяет снизить затраты на обработку бумажной документации и сократить время, затрачиваемое на заключение сделок.

Во-вторых, унификация финансовой модели обеспечивает прозрачность на рынке. Стандартизация процесса обмена информацией позволяет потенциальным инвесторам получать доступ к точной и своевременной информации об активах и компаниях, в которых они заинтересованы.

В-третьих, унификация финансовой модели способствует стабильности на рынке. Унифицированные финансовые инструменты облегчают торги, что снижает вероятность колебаний на рынке и увеличивает стабильность экономики. На основе систематизации методических подходов к финансированию инвестиционных проектов синтеза финансовой и эконометрической моделей в работе разработан алгоритм оценки инвестиционных проектов жилищного строительства (рис. 7).

Данный алгоритм позволит оценить финансовые потребности проекта, его доходность и рентабельность, а также риски и возможные сценарии развития событий. Полученные данные позволят инвесторам принимать обоснованные решения о выделении финансирования и планировать свои действия. Алгоритм апробирован на примере строительной организации ПАО ГК «Самолет».

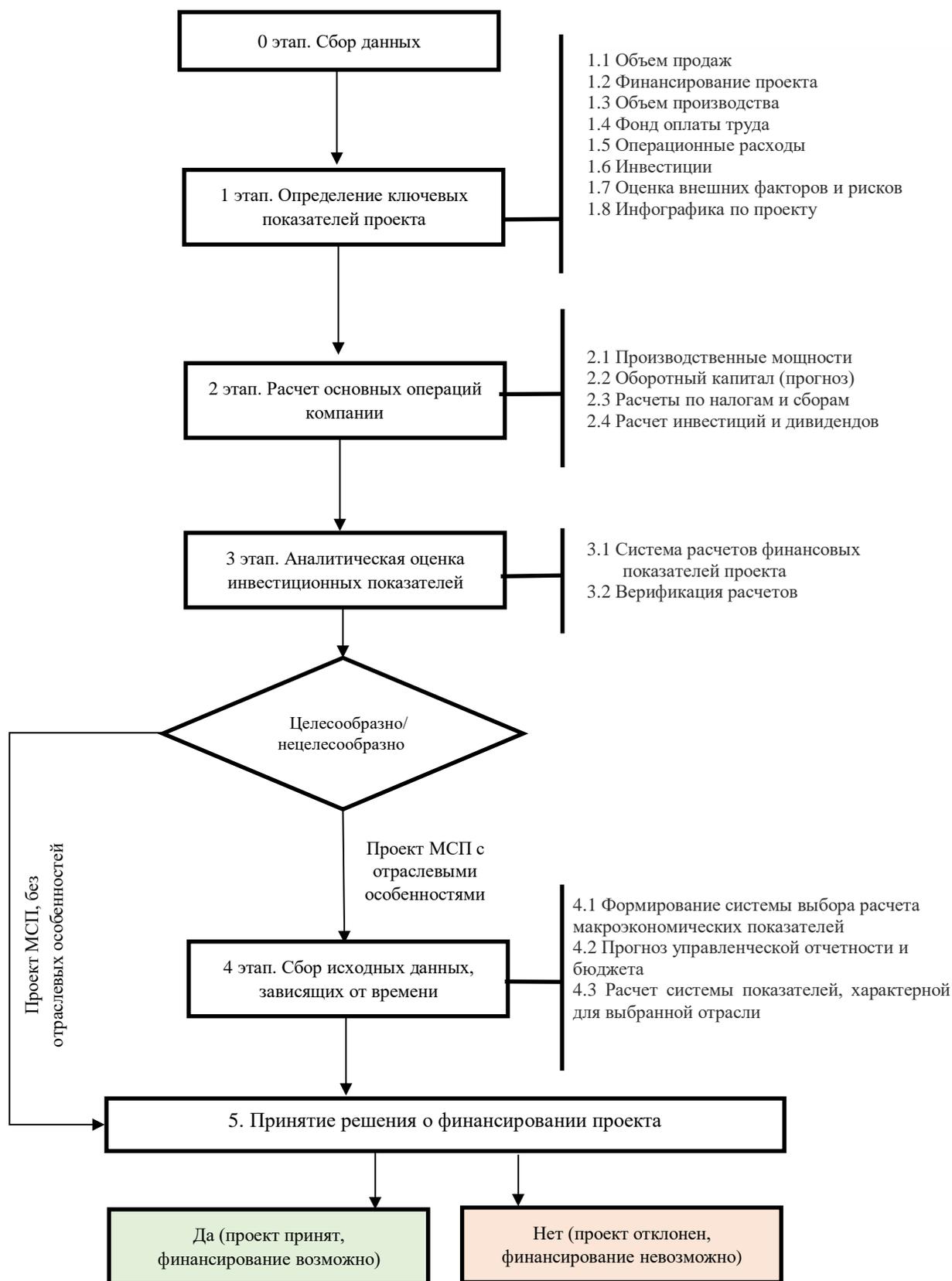


Рис. 7. Алгоритм оценки инвестиционных проектов<sup>10</sup>

<sup>10</sup> Авторская разработка.

Качественно иной формой развития, направленной на придание импульса инновационному процессу и увеличение доли новых товаров (работ, услуг), и в конечном итоге динамичному социально-экономическому развитию на макроуровне, является экосистема проектного финансирования жилищного строительства (ЭСПФЖС) – пространственно-локализованный комплекс систем объектного, средового, процессного и проектного типов (организационной, инфраструктурной, коммуникационной, инновационной), взаимосвязанных и взаимодействующих в процессе финансирования проектов строительства объектов жилой недвижимости, характеризующийся непрерывностью, целостностью, устойчивостью, гомеостазом, наличием механизмов, обеспечивающих устойчивость и поддерживающих баланс между вариативностью и неизменностью элементов системы, а также координацию, и направленный на сокращение издержек, гармонизацию интересов участников, повышение эффективности инвестиционного процесса. Алгоритм создания ЭСПФЖС представлена на рис. 8, а структура ЭСПФ жилищного строительства как тетрады схематично изображена на рис. 9. Стрелки отражают взаимосвязи между представленными подсистемами, основанные на предоставлении ресурсов для эффективного функционирования экосистемы.

Предложения по формированию экосистемы проектного финансирования жилищного строительства направлены на трансформацию взаимосвязей и взаимодействий между участниками рынка, повышение качества услуг и стимулирование инноваций в отрасли. В свою очередь, распространение экосистемного подхода на проектное финансирование сопряжено как с модернизацией процесса управления ПФ, так и с изменением существующих норм и правил оформления сделок. Пространственно-временное исследование процесса функционирования и взаимодействия объектов, процессов и сред в рамках экосистемы позволило разработать алгоритм создания ЭСПФЖС, а также предложения по его реализации, направленные на стимулирование инвестиционной активности в сфере строительства жилой недвижимости.

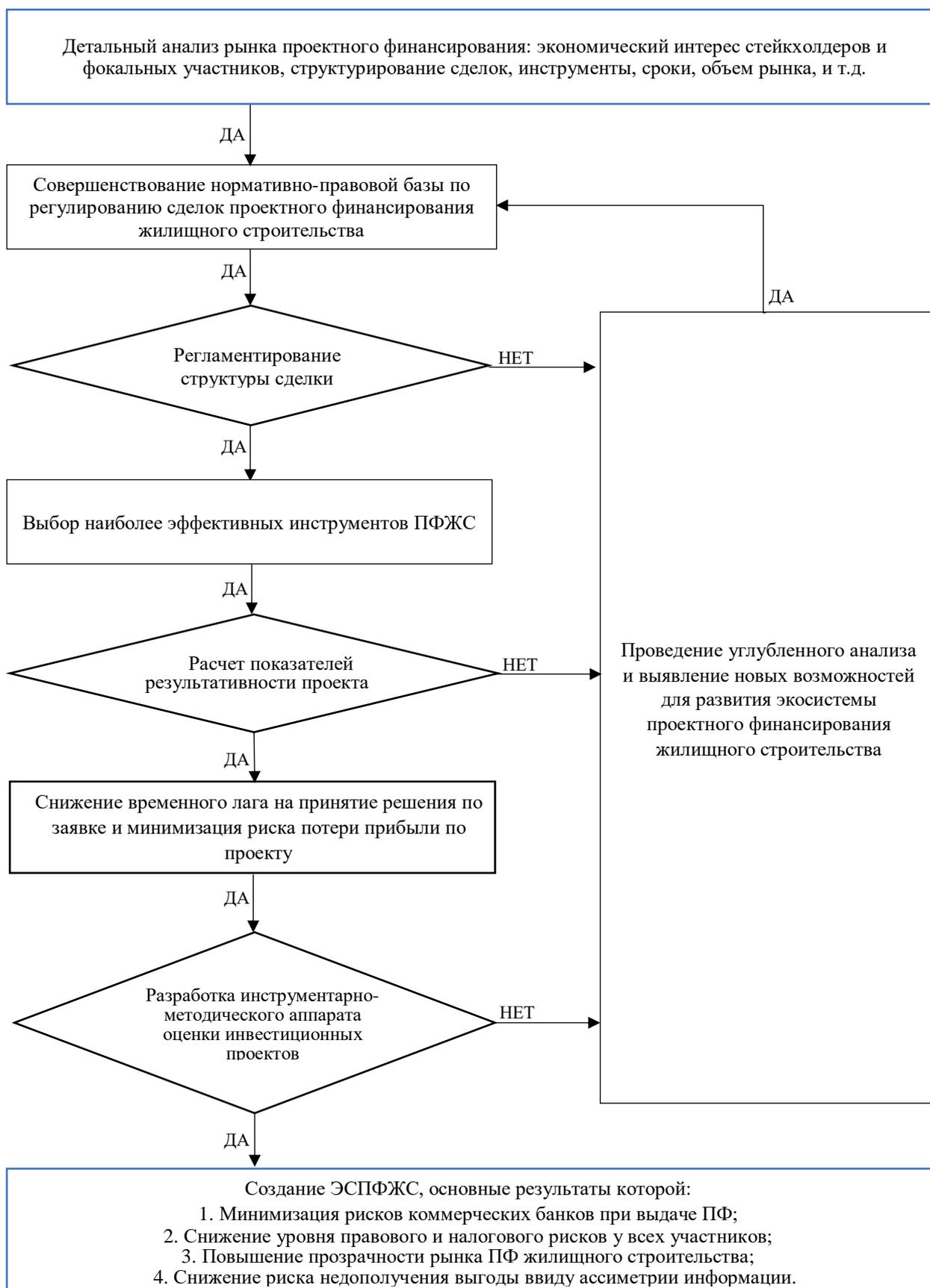


Рис. 8. Алгоритм создания ЭСПФЖС<sup>11</sup>

<sup>11</sup> Составлено автором по результатам исследования.

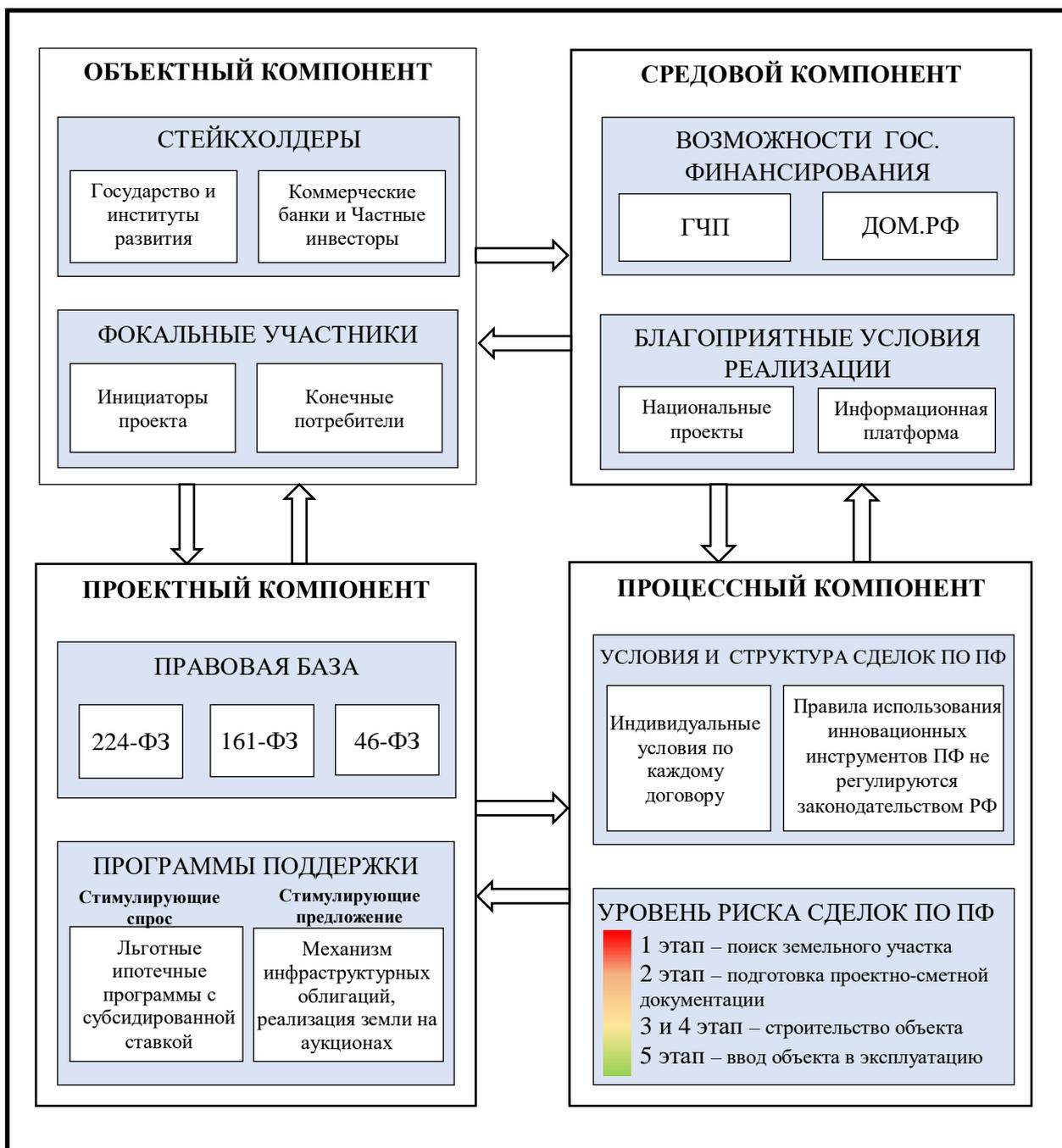


Рис. 9. Структура ЭСПФ жилищного строительства<sup>12</sup>

**В заключении** диссертации изложены основные выводы, касающиеся концептуального обоснования и воплощения в жизнь экосистемы проектного финансирования строительства жилой недвижимости, способствующей запуску инвестиционной модели экономического роста в РФ.

<sup>12</sup> Составлено автором по результатам исследования.

**Список научных работ, в которых опубликованы основные положения  
диссертации**

**Статьи в рецензируемых научных изданиях, рекомендованных ВАК  
при Минобрнауки России:**

1. Охезина К.Ю. Оценка инвестиционных проектов на основе многокритериального подхода и интервальных данных / Мамий Е.А., Охезина К.Ю. // Финансовая экономика: научный журнал. 2019. № 5 ч.6. С. 598-603. 0,5 п.л./ 0,25 п.л.

2. Охезина К.Ю. Мезонинное финансирование в РФ: определение и виды /Дробышевская Л.Н., Охезина К.Ю. // Финансовая экономика: научный журнал. 2020. № 7. С. 127-129. 0,3 п.л./0,15 п.л.

3. Охезина К.Ю. Развитие проектного финансирования в условиях неопределенности VUCA и BANI миров // Финансовая экономика: научный журнал. – 2022. № 7. С. 163-167. 0,3 п.л.

4. Охезина К.Ю. Проектное финансирование в строительстве: сущность, оценка возможностей, стимулирование // Вестник Алтайской академии экономики и права. 2023. № 5 (часть 2). С. 275-279. 0,4 п.л.

5. Охезина К.Ю. Инновации в проектном финансировании: тенденции и траектория развития // Экономика: теория и практика: научный журнал. – 2023. № 3. С. 77-84. 0,5 п.л.

6. Охезина К.Ю. Системы проектного финансирования / Дробышевская Л.Н., Охезина К.Ю., Хохоева З.В. // Вестник Чеченского государственного университета им. А.А. Кадырова. – 2024. – № 1-1(53). – С. 18-24. 0,6 п.л./0,2 п.л.

7. Охезина К.Ю. Влияние изменения ключевой ставки на проектное финансирование в отрасли жилищного строительства / Охезина К.Ю. // Вестник Алтайской академии экономики и права: научный журнал. - 2024. № 8-2, С. 310-313. 0,3 п.л.

**Статьи и тезисы, опубликованные в других изданиях:**

8. Охезина К.Ю. Features of mesonin finance in Russia // Process Management and Scientific Developments: materials of the International Conference (Birmingham, Desember 12, 2019), Birmingham, Scientific publishing house Infinity, 2019. P. 85-94. 0,5 п.л.

9. Охезина К.Ю. Mezzanine financing and problems of its application in Russia // Process Management and Scientific Developments: materials of the International Conference (Birmingham, February 6, 2020). Birmingham, Scientific publishing house Infinity, 2020. P. 16-21. 0,5 п.л.

10. Охезина К.Ю. The financialization of Housing // Process Management and Scientific Developments: materials of the International Conference (Birmingham, September 2, 2020). Birmingham, Scientific publishing house Infinity, 2020. С. 121-122. 0,3 п.л.

11. Охезина К.Ю. Оценка экологического риска в бизнес-плане инвестиционного проекта // Молодежная наука: вызовы и перспективы: материалы IV Международной научно-практической конференции студентов,

аспирантов и молодых ученых, 8 апреля 2021 г., г. Макеевка. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://cloud.mail.ru/public/FRZA/Yp2E3tSzE> (22.10.21). Т. VIII. С 337-340. 0,4 п.л.

12. Охезина К.Ю. Государственная поддержка ипотечного кредитования: улучшение качества жизни населения // Материалы XI Всероссийской научно-практической конференции «Экономика и управление в современных условиях: проблемы и перспективы», г. Майкоп, 31 мая 2024 г. / под ред. Р.А. Тхагапсо. С.83-87. 0,2 п.л.

13. Охезина К.Ю. Оценка и прогноз влияния внешних факторов на объемы проектного финансирования жилищного строительства // III Международной научно-практической конференции студентов, аспирантов и молодых ученых «Кибернетика, информатика, аналитика: модели, инструменты, методы», г. Донецк, 25 апреля 2024 г. С.124-128. 0,2 п.л.

14. Охезина К.Ю. Развитие экосистемы проектного финансирования жилищного строительства / Охезина К.Ю., Дробышевская Л.Н. // Материалы международной научно-практической конференции «Национальные финансовые системы в новых геополитических условиях: Вызовы и возможности для России», 14 июня 2024 года г. Ростов-на-Дону. 0,2 п.л. / 0,1 п.л.