

ОТЗЫВ
официального оппонента
на диссертацию на соискание ученой степени
кандидата экономических наук Бобкова Глеба Александровича
на тему: «Финансирование капиталоемких инновационных проектов
в условиях капитальных ограничений в России»
по специальности 5.2.4 Финансы

Актуальность темы диссертационного исследования. Диссертационное исследование Г.А. Бобкова посвящено важной для современной финансовой науки теме, находящейся на стыке проблематики инновационного развития, стоимости капитала и долгосрочного инвестирования. В условиях российской экономики вопрос о том, при каких параметрах процентных ставок и премий за риск сохраняется возможность реализации капиталоемких инновационных проектов, имеет не только теоретическое, но и выраженное прикладное значение. Автор рассматривает заявленную проблему через призму влияния стоимости капитала на относительную инвестиционную привлекательность инновационных проектов по сравнению с неинновационными альтернативами, что позволяет учесть особенности цикла НИОКР, длительность горизонта окупаемости и неопределённость ожидаемых денежных потоков.

Диссертация затрагивает значимый пробел в отечественной литературе, поскольку проблематика финансирования капиталоемких инноваций в России чаще рассматривается либо с позиций инновационной политики в целом, либо в рамках более общих рассуждений о дефиците «длинных» денег, тогда как в данной работе предпринята попытка формализовать канал, через который макрофинансовые параметры воздействуют на возможность реализации инновационных проектов. Существенно, что автор стремится перевести обсуждение из плоскости общих характеристик инвестиционного климата в плоскость количественно интерпретируемых условий, определяющих границы реализуемости капиталоемких инновационных решений.

Диссертационное исследование выстроено последовательно. В первой части работы рассматриваются место капиталоемких инновационных проектов в национальной инновационной системе и те особенности их экономической природы, которые делают их чувствительными к стоимости капитала. Далее автор переходит к анализу реальных процентных ставок и премий за систематический риск как факторов, влияющих на выбор между инновационными и альтернативными неинновационными направлениями вложения капитала. В последующих разделах предложенные теоретические положения получают эмпирическую апробацию, а в завершающей части формулируются рекомендации по развитию механизмов финансирования инновационных проектов в российских условиях. Такая композиция в целом позволяет проследить единый исследовательский замысел и увидеть связь между теоретической, эмпирической и прикладной частями работы.

В первой главе автор систематизирует подходы к анализу инновационных проектов и аргументирует необходимость выделения капиталоемкого инновационного проекта в качестве особого объекта финансового анализа. В качестве его отличительных признаков рассматриваются высокая доля необратимых вложений, длительный инвестиционный цикл, ограниченная залоговая база и повышенная неопределенность будущих денежных потоков. Этот шаг важен для дальнейшего построения всей работы, поскольку позволяет связать тему финансирования с вопросом о том, как именно стоимость капитала влияет на сохранение инвестиционной привлекательности такого рода проектов. Во второй главе внимание переносится на макрофинансовый контекст и на постановку задачи о влиянии реальных процентных ставок и премий за систематический риск на параметры долгосрочного инновационного инвестирования.

В эмпирической части диссертации автор обращается к проверке выдвинутых теоретических соображений на данных публичных компаний,

относимых к наукоёмким видам деятельности, и стремится показать, что для таких компаний изменение стоимости капитала оказывается более значимым фактором, чем для контрольной группы. Завершающая часть работы связана с введением понятия инновационного порога и с попыткой количественно определить тот диапазон параметров стоимости капитала, при котором капиталоемкие инновационные проекты сохраняют привлекательность по сравнению с альтернативными направлениями вложения средств. На этой основе формулируются предложения по развитию институциональных механизмов финансирования инноваций, включая асимметричное софинансирование и настройку мер поддержки с учётом стоимости капитала.

Выбранная стратегия исследования представляется логически убедительной: автор опирается на значительный круг отечественных и зарубежных источников, использует инструментарий финансовой теории, экономико-математического моделирования и эконометрического анализа, а также сочетает теоретическое построение с эмпирической апробацией отдельных выводов. Важным достоинством работы является стремление автора не ограничиваться констатацией того, что высокие ставки затрудняют инновационное развитие, а предложить формализованный подход к оценке предельных условий, при которых капиталоемкие инновационные проекты ещё могут конкурировать за капитал. При этом сама диссертация затрагивает более широкий круг вопросов, связанных с механизмами финансирования инновационного развития в условиях ограниченности финансовых ресурсов.

В диссертации сформулированы пять **положений, выносимых на защиту**, которые отражают основные результаты исследования и охватывают критерии идентификации капиталоемких инновационных проектов, теоретическую модель различения инновационных и классических проектов по профилю денежных потоков, эмпирическую часть, связанную с чувствительностью наукоёмких компаний к изменениям стоимости капитала,

введение и количественную оценку инновационного порога, а также подходы к развитию института финансирования капиталоемких инновационных проектов в России. Такая структура положений, выносимых на защиту, в целом отражает логику диссертации и показывает, что автор стремится соединить понятийный, модельный, эмпирический и прикладной уровни анализа в рамках единого исследования.

Теоретическая и практическая значимость работы определяется тем, что полученные результаты могут быть использованы как в дальнейших исследованиях по проблемам финансовых ограничений и долгосрочного инвестирования, так и при обсуждении механизмов государственной и квазирыночной поддержки инновационных проектов. Интерес представляют предложенные автором попытки количественной оценки предельных параметров стоимости капитала, а также постановка вопроса о настройке институтов финансирования инноваций в зависимости от длительности инновационного цикла и характера рисков. В этом смысле диссертация представляет интерес как для исследователей в области финансов инноваций, так и для специалистов, занимающихся вопросами проектного финансирования, институтов развития и долгосрочной инвестиционной политики.

При общей положительной оценке диссертации представляется необходимым отметить ряд замечаний и вопросов дискуссионного характера.

1. Предметом исследования в диссертации выступает влияние стоимости капитала на инвестиционную привлекательность капиталоемких инновационных проектов. Тема исследования напрямую касается, в первую очередь, финансирования капиталоемких инновационных проектов. Предмет исследования должен раскрывать тему исследования. Между тем, финансирование проектов и влияние стоимости капитала на инвестиционную привлекательность проектов — разные понятия. Финансирование проектов представляет собой процесс обеспечения проектов финансовыми ресурсами из

различных источников. Что касается влияния стоимости капитала на инвестиционную привлекательность проектов, то это влияние такого фактора как изменения стоимости капитала на доход от инвестиций. В диссертации речь фактически идет не столько о финансировании инновационных проектов, сколько о их выборе по критерию сохранения инвестиционной привлекательности.

2. Кроме того, есть вопрос к термину инвестиционная привлекательность, вернее к его подмене термином инновационная активность. С одной стороны, цель, предмет исследования и научная новизна (п.2) касаются влияния реальной стоимости капитала на инвестиционную привлекательность капиталоемких инновационных проектов, с другой стороны, вторая глава и её содержание касаются влияния стоимости капитала на инновационную активность, связи процентных ставок и инновационной активности. Инвестиционная привлекательность и инновационная активность разные понятия. Инвестиционная привлекательность касается способности объекта привлекать финансовые вложения, инновационная активность проявляется в количестве и скорости реализации инновационных проектов.

3. В диссертации подменяются понятия инновационных проектов и инновационных предприятий. Более того, компании рассматриваются американские. Автор аргументирует выбор американских публичных компаний «высоким качеством и широтой данных. При этом выявляемый эффект является универсальным для всех стран следствием модели дисконтированных денежных потоков» (с.77). Напомню, что инновационные проекты и инновационные предприятия не одно и то же. Тема исследования касается капитальных инновационных проектов, да еще в условиях капитальных ограничений в России. Учитывая санкции (беспрецедентные, как пишет сам автора на с.5), к российским хозяйствующим субъектам, исследовать и делать выводы на

американских компаниях, не подверженных таким санкциям, считаю некорректным.

4. Не ясен вывод автора относительно того, «что на развивающихся рынках требуемая компенсация высоких реальных ставок и систематического риска через ожидания роста может находиться в диапазоне 10–25 п.п. для периода инвестиций в НИОКР порядка 4–8 лет». Нигде выше именно эти цифры экономически не обоснованы. Тем более, что в научной новизне (п.2) указано, что премия в долгосрочных темпах роста инновационных проектов может составлять 10–25 п.п. Целесообразно было бы написать, более подробный комментарий и обоснование по этому поводу.

5. Для эмпирической стратегии автор работы выбрал такой показатель как выручка российских компаний за пятилетний срок, несмотря на то, что в выборе инновационных проектов по критерию инвестиционной привлекательности используется приведенная стоимость ожидаемых денежных потоков (NPV) (с.83-84). Выбор показателя автор мотивирует тем, что он используется в международных стандартах и российских исследованиях для «газелей» (ну и что? а что нам мешает предложить свой показатель?), что показатель выручки обладает меньшей волатильностью и более устойчив во времени, чем прибыль (на каком основании?) и что распределение темпов роста продаж имеет форму купола и тяжелые хвосты. Если все же вспомнить, что в теме диссертации заявлены проекты в условиях капитальных ограничений в России и основные формулы автор выводит для приведенной стоимости денежных потоков, то параметр выручки используется необоснованно.

6. Целесообразно узнать мнение автора диссертации относительно того, как соотносятся результаты диссертации (например, инновационный порог) с современными данными, например, на 11.03.2026 ключевая 15,5%, ОФЗ-26224ПД – 14,07% годовых.

Высказанные замечания относятся преимущественно к вопросам уточнения понятийного аппарата, границ интерпретации отдельных результатов и степени развернутости аргументации по ряду положений.

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

Таким образом, соискатель Бобков Глеб Александрович заслуживает присуждения ученой степени кандидата экономических наук по специальности 5.2.4 Финансы.

Официальный оппонент:

доктор экономических наук, профессор
профессор кафедры мировых
финансовых рынков и финтеха
Федерального государственного бюджетного
образовательного учреждения высшего образования
«Российский экономический университет
имени Г.В. Плеханова»

Наточеева Наталья Николаевна

«30» марта

подпись Наточеева
Н.Н. удостоверяю
Специалист по работе с персоналом
30 марта 2026

Контактные данные:

тел.: +7 (903) 673-31-33, e-mail: natocheeva12@yandex.ru

Специальность, по которой официальным оппонентом
защищена диссертация:

08.00.10 - Финансы, денежное обращение и кредит

Адрес места работы:

115054, г. Москва, ул. Зацепа, д. 43,

Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение
высшего образования «Российский экономический университет имени Г.В.
Плеханова», Высшая школа финансов, кафедра мировых финансовых рынков и
финтеха.

Тел.: +7 (495) 958-29-38; e-mail: natotcheeva.nn@rea.ru

Подпись сотрудника ФГБОУ ВО

«Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова»

Н. Н. Наточеевой удостоверяю: