

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 диссертационной работы Г.А. Бобкова обусловлена исследованием одной из наиболее сложных проблем современной финансовой науки: определению условий, при которых капиталоемкие инновационные проекты сохраняют инвестиционную привлекательность в экономике с ограниченным доступом к долгосрочному «терпеливому» капиталу. Для современной России эта постановка особенно значима: задачи технологического развития требуют финансирования проектов с длительной фазой исследований и разработок, тогда как финансовая система по объективным причинам тяготеет к более коротким и менее рискованным вложениям. Существенным достоинством работы является то, что инновационный проект рассматривается не только как технологический, но и как финансовый объект, для которого важны структура денежных потоков, ограниченность залоговой базы и стоимость капитала.

Степень обоснованности положений, выносимых на защиту, научных выводов и рекомендаций. Исследование автора опирается на широкий круг отечественных и зарубежных работ по теории инноваций, финансам корпораций, стоимости капитала, национальным инновационным системам и проектному финансированию. Логика диссертации выстроена последовательно: от уточнения объекта исследования и выделения специфики капиталоемких инновационных проектов к формализации канала влияния реальных ставок и премий за риск, затем – к эмпирической проверке и выработке рекомендаций для финансовой политики.

Достоверность результатов исследования. Достоверность выводов обеспечивается корректным подбором методологического инструментария и

разнообразием информационной базы. В работе использованы методы теоретического и сравнительного анализа, экономико-математическое моделирование, эконометрический аппарат, метод Монте-Карло. Эмпирическая часть опирается на данные публичных наукоемких компаний, а прикладная интерпретация результатов – на статистику и аналитические материалы российских и международных источников. Результаты исследования апробированы на научных конференциях и отражены в пяти публикациях автора.

Научная новизна диссертации заключается в следующем:

1. Автор обосновывает выделение капиталоемкого инновационного проекта в самостоятельный объект инвестиционного анализа и предлагает критерии его идентификации.

2. Существенным результатом является разработка теоретической модели, связывающей стоимость капитала, длительность инновационного цикла и вероятность выбора проекта инвестором; показана доминирующая роль реальных ставок и предложена основа для количественной оценки влияния реальных ставок и премий за риск на относительную инвестиционную привлекательность проектов с длинным лагом до положительных денежных потоков.

3. Автор эмпирически проверяет гипотезу о более длинной дюрации денежных потоков наукоемких компаний на данных за 2020-2025 гг., когда на развивающихся рынках наблюдался эпизод устойчивого роста безрисковых ставок.

4. Наиболее значимым вкладом работы является введение и количественная оценка «инновационного порога» – предельного уровня реальной ставки дисконтирования с учетом систематического риска, при котором инновационные проекты сохраняют инвестиционную привлекательность.

5. К числу оригинальных и практически значимых результатов относится обоснование отказа от *pari passu*-софинансирования в пользу

асимметричных конструкций, действительно снижающих требуемую доходность частного инвестора.

Теоретическая и практическая значимость результатов исследования. Теоретическая значимость работы состоит в развитии представлений о механизме, через который макрофинансовые условия воздействуют на инновационную активность и распределение капитала между проектами разного типа. Практическая значимость выражается в возможности использования результатов исследования при разработке инструментов дерискинга, механизмов государственного софинансирования, параметров программ институтов развития и подходов к оценке допустимой стоимости капитала для стратегически значимых инновационных инициатив.

При этом представляется целесообразным отметить ряд положений, носящих дискуссионный характер и требующих дополнительного пояснения:

1. Эмпирическая проверка теоретических выводов выполнена на данных публичных наукоемких компаний и реакции их рыночной стоимости на изменения долгосрочной безрисковой ставки. Такой подход оправдан для тестирования базовой гипотезы, однако переход от публичных корпоративных оценок к условиям финансирования непубличных капиталоемких проектов в России требует более развернутого обсуждения границ применимости результатов.

2. Количественная оценка инновационного порога основана на ряде калибровочных предпосылок: о вероятности выживания проекта, распределении темпов роста, параметрах ликвидационной стоимости и длительности фазы ускоренного роста. Подобные допущения обоснованы, однако расширенный анализ чувствительности по ключевым параметрам и более подробная привязка к отдельным типам российских проектов сделали бы прикладные выводы еще более убедительными.

3. Рекомендации по использованию асимметричного софинансирования вместо *pari passu*-конструкций выглядят содержательными и перспективными. Вместе с тем диссертация выиграла бы от более детальной проработки

институционального контура реализации таких механизмов: распределения first-loss-риска, критериев отбора проектов, ограничений фискальной нагрузки и способов минимизации неблагоприятного отбора.

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 кафедры макроэкономической политики
и стратегического управления
экономического факультета
Федерального государственного бюджетного
образовательного учреждения
высшего образования
«Московский государственный университет имени М.В. Ломоносова»

Мусаев Расул Абдуллаевич

Подпись Мусаев Р.
Удостоверяю
Зав. канцелярией экономического
факультета МГУ 260326 Се

26 марта» 2026 года

Контактные данные:

тел.: 7(495)9392808, e-mail: rasmous@mail.ru

Специальность, по которой официальным оппонентом защищена диссертация:

08.00.05 - Экономика и управление народным хозяйством;

08.00.10 - Финансы, денежное обращение и кредит

Адрес места работы:

119991, г. Москва, Ленинские горы, д. 1, стр. 46, Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение высшего образования «Московский государственный университет имени М.В. Ломоносова», экономический факультет, кафедра макроэкономической политики и стратегического управления
Тел.: 7(495)9392808, e-mail: rasmous@mail.ru