

УТВЕРЖДАЮ

Проректор федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего образования «Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации», доктор экономических наук, профессор



Марголин А.М.

18.11.2021

В совет по защите диссертаций на соискание ученой степени кандидата наук, на соискание ученой степени доктора наук Д 212.049.14 на базе ФГБОУ ВО «Государственный университет управления»

ОТЗЫВ ВЕДУЩЕЙ ОРГАНИЗАЦИИ

на диссертацию Кожановой Анастасии Вячеславовны на тему: «Механизм финансирования российских стартапов на разных стадиях их жизненного цикла», представленную на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

Диссертационное исследование Кожановой А.В., посвященное вопросам финансирования стартапов, является самостоятельно выполненной работой, обладающей новизной, теоретической и практической значимостью.

Актуальность темы диссертационного исследования связана с переходом мировой экономики на инновационный путь развития, что стало следствием появления и развития новых финансовых технологий, инструментов и источников финансирования. Все это способствовало увеличению возможностей доступа малых предприятий и стартапов к финансовым ресурсам за счет развития венчурного рынка, появления P2P-кредитования, краудфинансирования, инструментов финансирования на основе технологии блокчейн и других. Исследование Кожановой Анастасии Вячеславовны посвящено проблемам финансирования стартапов, которые являются одними из главных производителей инноваций и ключевыми субъектами функционирования национальных инновационных экосистем. В основе своей деятельности стартапы постоянно осуществляют поиск и

испытывают на практике новые бизнес-модели, используют нестандартные подходы к ведению бизнеса, поэтому при росте потребности в финансировании применяют и создают прецеденты для развития новых финансовых технологий. Сегодня Россия перенимает опыт развитых стран в области финансирования стартапов и формирует свою уникальную национальную инновационную экосистему, отражающую внутренние особенности функционирования финансового сектора. Поэтому вопросы формирования эффективного механизма, разработки направлений развития инструментария финансирования стартапов для России являются актуальными для проведения полноценного научного исследования. Стоит отметить, что диссертационное исследование Кожановой А.В. написано на малоизученную с точки зрения структуризации современных подходов к финансированию стартапов тему, что также подтверждает его актуальность.

Достоверность положений диссертационного исследования Кожановой А.В. на тему «Механизм финансирования российских стартапов на разных стадиях их жизненного цикла» подтверждается глубиной анализа значительной базы теоретической научной литературы зарубежных и отечественных авторов в области стартапов и инноваций и особенностей их финансирования, использованием апробированных методов научного познания и презентативной эмпирической базы, которую составили официально опубликованные статистические и обзорные материалы Всемирного Банка, Банка России, Организации Экономического Сотрудничества и Развития, Международного Валютного Фонда, Центра альтернативного финансирования Университета Кембриджа, нормативно-правовой базы, крупных исследовательских центров, консалтинговых компаний и других зарубежных и отечественных ассоциаций.

Многие положения диссертационного исследования дополнительно раскрыты в опубликованных работах автора. Части исследования, включающие научную новизну и практическую значимость опубликованы в 13 научных работах. Это обуславливает **обоснованность положений** диссертационного исследования.

На основе анализа большого объема научной и практической литературы автором подробно изучены характеристики понятия «стартап», выявлены особенности финансирования стартапов в соответствии с этими характеристиками и обоснована последовательность формирования механизма их финансирования. На основании этого разработан инструментарий для отбора стартапов, который может быть использован в практической деятельности инвесторами, осуществляющими вложение денежных средств в эти компании. Рассчитанная логит-модель прогноза

вероятности дефолта использует выборку актуальных данных финансовой отчетности российских стартапов, что делает ее уникальной с точки зрения применения именно в российской практике, поскольку большинство моделей зарубежных авторов, разработанных на базе данных иностранных компаний, не могут быть столь же эффективно использованы в России для малых инновационных компаний, преимущественно ведущих деятельность в области цифровых технологий и НИОКР. Таким образом, **научная новизна** работы не вызывает сомнений.

Диссертационное исследование и опубликованные работы Кожановой А.В. определяют наиболее существенные результаты, которые по мнению ведущей организации могут быть отнесены к научной новизне:

- соискателем обоснована последовательность формирования механизма финансирования стартапов с точки зрения процессного и системного подходов, которая формируется за счет гармонизации интересов субъектов финансовых отношений, в которые вступают создатели стартапов и инвесторы в рамках национальной инновационной экосистемы (параграфы 1.1 и 1.2);
- автором представлена классификация элементов финансирования стартапов по видам, источникам, формам и инструментам финансирования в зависимости от стадии жизненного цикла (параграф 1.3);
- на основе анализа зарубежных подходов и российских тенденций, автором выявлены существующие проблемы и разработаны направления развития финансирования стартапов для России, конкретизированные с помощью многофакторных моделей зависимости объемов альтернативного финансирования стартапов от наиболее значимых факторов (параграфы 2.1 и 2.2);
- разработан процесс отбора стартапов, находящихся на стадиях раннего и позднего роста, использующих разработанную на базе данных «Спарт-Интерфакс» логит-модель прогноза вероятности дефолта, дополненной системой количественных ограничений значений финансово-экономических коэффициентов (параграфы 2.3 и 3.1);
- автором исследования разработаны и апробированы логит-модели прогноза вероятности дефолта для российских стартапов, находящихся на стадиях раннего и позднего роста, дифференцированные по видам деятельности: по информационно-коммуникационным и финансовым технологиям; по научно-исследовательским и опытно-конструкторским разработкам (параграфы 3.2 и 3.3).

По своей **структуре** диссертационное исследование Кожановой А.В. на тему «Механизм финансирования российских стартапов на разных стадиях их жизненного цикла» является законченной, логически выстроенной работой. Цель исследования, заявленная автором и состоящая в формировании механизма финансирования российских стартапов на разных стадиях их жизненного цикла с учетом результатов их отбора на основе финансового инструментария, достигается за счет четко поставленных задач, что позволяет логично структурировать работу и использовать заявленные общенаучные методы исследования.

Во введении раскрываются актуальность темы исследования и степень научной разработанности проблемы, где представлено большое количество авторов, работы которых были в том или ином виде затронуты в теоретической части, также поставлены цели и задачи исследования, указана теоретическая, эмпирико-статистическая и методологическая база, научная новизна, теоретическая и практическая значимость.

В первой главе исследования «Теоретические основы финансирования стартапов» автор формирует основу понятийного аппарата исследования – изучает сущностные характеристики понятия «стартап» и дает авторское определение терминам «стартап» и «финансирование стартапов». В данном разделе обосновывается последовательность формирования механизма финансирования стартапов и производится классификация системы элементов финансирования по стадиям жизненного цикла.

Во второй главе исследования «Анализ финансирования стартапов в России и за рубежом» изучены тенденции, влияющие на финансирование стартапов в разных странах, разработаны направления развития финансирования стартапов в России, изучены методологические подходы к отбору и оценке финансового состояния и вероятности дефолта стартапов. Значимым результатом исследования являются модели зависимости объемов альтернативного финансирования от цифровых технологий и финансово-экономических показателей для стран с высоким уровнем дохода на душу населения по классификации Всемирного Банка; за счет которых доказано отсутствие этих зависимостей для стран со средним уровнем дохода на душу населения, включая Россию (параграф 2.2).

В третьей главе «Разработка финансового инструментария для отбора российских стартапов» автором исследования был разработан финансовый инструментарий для принятия решений инвесторами в процессе отбора стартапов: логит-модель прогноза вероятности дефолта, дополненная системой количественных ограничений значений финансово-экономических

коэффициентов, а также разработаны практические рекомендации в части направления развития механизма финансирования стартапов в России для всех участников национальной инновационной экосистемы.

В заключении диссертационной работы представлены выводы и результаты выполненного исследования. Результаты исследования обладают несомненной теоретической и прикладной значимостью.

Основные выводы, предложения и рекомендации исследования были опубликованы автором в 15 научных работах общим объемом 6,35 п.л., среди которых 5 публикаций входят в перечень ВАК при Министерстве науки и высшего образования РФ, общим объемом 3,35 п.л., 4 публикации индексируемые базой данных Scopus, общим объемом 0,73 п.л., 6 публикаций по итогам участия в международных и всероссийских научно-практических конференциях общим объемом 2,27 п.л.

Теоретическая и практическая значимость диссертационного исследования заключается в развитии теории финансирования стартапов в части формирования механизма их финансирования, выявления факторов, от которых зависит развитие современных видов финансирования стартапов, и разработки финансовых инструментов принятия финансовых решений: логит-модели прогноза вероятности дефолта, дополненной системой ограничений финансово-экономических коэффициентов. Результаты исследования могут быть использованы краудфинансовыми площадками, венчурными фондами, портфельными инвесторами, стратегическими инвесторами, бизнес-ангелами, государственными организациями, предоставляющими гранты и субсидии, коммерческими банками, а также предпринимателями, создателями стартапов, при выборе видов, источников, форм и инструментов финансирования.

Стоит отдельно отметить богатую теоретическую базу исследования, послужившую основой для формирования механизма финансирования стартапов. Она выгодно отличает рукопись Кожановой А.В. от научных работ по аналогичной тематике, обогащая отечественную теорию финансов результатами структуризации.

Важно подчеркнуть всесторонний характер проведенного исследования, четкую последовательность содержащихся в нем логических выводов, что является следствием удачной структуры диссертации. В работе видна глубина и тщательность изучения поставленных вопросов.

Работа Кожановой А.В. оценивается положительно, поскольку носит характер законченного научного исследования, имеет достаточный уровень научной новизны, определенную теоретическую и практическую значимость

полученных результатов и отвечает поставленным целям и задачам, однако ведущей организацией отмечен ряд **замечаний**:

1. В рамках диссертационного исследования обоснована последовательность формирования механизма финансирования стартапов, отраженная в схеме взаимодействия участников этого механизма внутри национальной инновационной экосистемы (рисунок 6, параграф 2.1). Несмотря на проведенный обширный анализ теоретической базы, предшествовавший разработке этой схемы, в целом она не отражает каким образом происходит движение денежных средств и информационных потоков между ее основными участниками. Кроме того, в схеме не представлены взаимоотношения между развивающимися стартапами и меняющимися источниками финансирования.

2. В работе не так много сведений об актуальных проблемах, текущей ситуации и подходах к финансированию стартапов в России (параграфы 2.1 и 2.2). В связи с чем нуждаются в дополнительной аргументации разработанные направления развития финансирования стартапов в России (параграф 2.2, стр. 74). То же касается результатов теоретической части исследования, таких как классификация элементов финансирования стартапов, процесс отбора стартапов, структура механизма финансирования и других, которые являются универсальными и могут быть использованы как в зарубежных странах, так и в России. В работе недостаточно внимания уделяется отличию российских подходов и особенностей их применения от зарубежных.

3. Уязвимой для критики видится позиция автора об отсутствии финансового инструментария для отбора российских стартапов, находящихся на посевной стадии жизненного цикла (параграф 3.1). В работе разработан практический инструментарий только для отбора стартапов, находящихся на стадиях раннего и позднего роста, то есть для тех компаний, которые имеют некоторую операционную историю. Следовательно, этими инструментами могут пользоваться определенные источники финансирования, в соответствии с классификацией их по стадиям жизненного цикла (параграф 1.3). Однако, как утверждает автор, посевные стартапы составляют большую долю мировой стартап-экономики и являются наиболее рискованными по сравнению со стартапами более поздних стадий. Следовательно, процесс отбора для них также необходим.

Таким образом, автор, оставляя без внимания большое количество малых инновационных компаний и проектов без каких-либо финансовых инструментов отбора, значительно сужает рамки практического применения

результатов исследования для таких источников финансирования как бизнес-ангелы, посевые венчурные фонды, краудфинансовые площадки.

4. Вызывает сомнение предложение автора о формировании механизма альтернативного финансирования с включением в состав этого механизма дополнительных организаций – «ассоциаций инвесторов», которые будут напрямую взаимодействовать с краудфинансовыми площадками, отбирать стартапы и проводить финансовые сделки. Что нового даст этот механизм для практики отбора посевых стартапов?

Следует отметить, что данные замечания имеют частный характер и не ставят под сомнение научную состоятельность исследования и в целом не влияют на его общую положительную оценку.

Вышеизложенное позволяет сделать следующие выводы:

1. Диссертационное исследование Кожановой А.В., посвященное финансированию российских стартапов, является актуальной, самостоятельно выполненной научно-квалифицированной работой с четко выстроенной логикой по решению научной задачи, имеющей большое значение для теории финансов.

2. Диссертационное исследование содержит новые обоснованные научные результаты и положения, находящие применение на практике. Результаты практической части прошли апробацию на данных российских компаний, что отражено в третьей главе исследования и в опубликованных научных работах, рецензируемых ВАК при Министерстве науки и высшего образования Российской Федерации.

3. Диссертационное исследование по структуре, глубине и полученным результатам отвечает требованиям, предусмотренным п. 9, 10, 11, 13 Положения о присуждении ученых степеней, утвержденного Постановлением Правительства Российской Федерации от 24 сентября 2013 г. № 842 (в ред. от 1 октября 2018 г., с изм. От 26 мая 2020 г.), а ее автор Кожанова Анастасия Вячеславовна заслуживает присуждения искомой ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит.

Отзыв подготовлен кандидатом экономических наук, доцентом научно-образовательного центра финансов и инвестиций Института финансов и устойчивого развития ФГБОУ ВО «Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации» (РАНХиГС) Спицыной Татьяной Андреевной (специальность 08.00.10 - Финансы, денежное обращение и кредит. Почтовый адрес: 119571, г. Москва, проспект Вернадского, 82, стр.1. Тел.: +7 499 956-99-99. Эл. почта: spitsyna-ta@ranepa.ru), одобрен на заседании научно-образовательного

центра финансов и инвестиций Института финансов и устойчивого развития (протокол № 11 от 17.11.2021) и утвержден решением Ученого совета Института финансов и устойчивого развития РАНХиГС (протокол № 8 от 18.11.2021 г.).

Заместитель директора Института финансов и
устойчивого развития РАНХиГС, к.полит.н.

С.Г. Старцева

Доцент НОЦ финансов и инвестиций Института
финансов и устойчивого развития РАНХиГС, к.э.н.

Т.А. Спицына



Сведения о ведущей организации:

Наименование организации: Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение высшего образования «Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации»,

Почтовый адрес: 119571, г. Москва, проспект Вернадского, 82, стр.1

Телефон: +7 499 956-99-99;

Электронная почта: information@ranepa.ru

Адрес официального сайта: <https://www.ranepa.ru/>