

## **ОТЗЫВ ОФИЦИАЛЬНОГО ОППОНЕНА**

**д.э.н., профессора Чайковской Любови Александровны**

**на диссертацию на соискание ученой степени кандидата экономических наук  
Макушиной Елены Юрьевны на тему  
«Оценка и отражение в финансовой отчетности венчурных инвестиций»  
по специальности 5.2.3 Региональная и отраслевая экономика  
(бухгалтерский учет, аудит и экономическая статистика)**

### **Актуальность темы исследования**

В настоящее время перед Российской Федерацией стоят экономические вызовы, связанные с отсутствием в стране выстроенной системы финансирования инновационной деятельности. Инновационный путь развития национальной экономики заставляет искать новые подходы к реализации научно-технического и инновационного потенциала. В значительной степени решение данной проблемы зависит от возможности привлечения инвестиций в наукоемкие и технологичные отрасли. В связи с этим нетрадиционные для российской экономики источники финансирования, к числу которых относятся венчурные инвестиции, начинают обращать на себя все большее внимание.

Эффективность реализации венчурных инвестиций через партнерство с ограниченной ответственностью подтверждена мировой практикой. Аналогичная форма реализации инвестиций, существующая на национальном венчурном рынке, на сегодняшний день не является широко используемым механизмом финансирования инноваций.

Диссертационная работа Макушиной Елены Юрьевны способствует движению к этой крайне актуальной теме, так как сфокусирована на разработке рекомендаций и предложений, способствующих развитию механизма реализации венчурных инвестиций через инвестиционное товарищество.

**Структура и содержание диссертационного исследования** соответствует сформулированной цели и поставленным задачам. Тема исследования раскрыта и логически отражена в структуре работы.

В первой главе диссертационной работы уточнено определение инвестиций и представлена их классификация по объектам вложения (с. 14–16), предложена классификация инвестиций в финансовые активы, которая позволила выявить место венчурных инвестиций в общей совокупности (с. 17–23). Обобщены подходы к определению венчурных инвестиций (с. 23–24), на основании исследования которых был идентифицирован объект венчурных инвестиций и определены его финансовые детерминанты на венчурных инвестиционных стадиях развития (с. 24–30). Разработана бизнес-модель венчурного фонда, созданного по договору инвестиционного товарищества (с.31–38), и предложено квалификационное определение венчурных инвестиций с позиции раскрытия информации в его финансовой отчетности (с. 45–46).

Одним из значимых результатов данной главы, на наш взгляд, является разработанная автором система взаимосвязи источников финансирования объекта венчурных инвестиций (инвесторов), инвестиционных стадий развития, раундов финансирования и финансовых инструментов, которыми они структурированы, что позволило представить целостную структуру венчурного инвестирования (с. 38–47).

Во второй главе исследования разработано авторское определение венчурного фонда, созданного по договору инвестиционного товарищества (с. 52). Доказана целесообразность раскрытия информации венчурными фондами (инвестиционными товариществами) в финансовой отчетности для формирования единого инвестиционно-информационного пространства (с. 52–54). Обоснована оценка венчурных инвестиций по справедливой стоимости при их реализации через инвестиционное товарищество (с. 54–57). Выявлены специфические виды статей финансовой отчетности венчурного фонда (с. 58–62), которые описывают экономические отношения участников инвестиционного товарищества (зарезервированный капитал, вознаграждение за успех, расходы на управление), и

разработаны методические рекомендации их раскрытия в предложенном автором формате финансовой отчетности венчурного фонда (с. 63–72). Разработаны рекомендации по раскрытию информации венчурными фондами в отчете для инвесторов (с. 72–80).

В третьей главе систематизированы данные для определения справедливой стоимости венчурных инвестиций (с. 84–87) и разработан способ установления ее единицы для раскрытия информации в финансовой отчетности венчурного фонда (с. 90). Предложен алгоритм определения справедливой стоимости венчурных инвестиций для раскрытия информации в финансовой отчетности венчурного фонда, созданного по договору инвестиционного товарищества (с. 91). Для применения алгоритма расчета справедливой стоимости венчурных инвестиций исследованы методы оценки стоимости объекта венчурных инвестиций в рамках затратного, рыночного и доходного подходов, а также специфические для венчурной индустрии методы оценки (с. 92–113). В результате автором был разработан системный подход к оценке стоимости объекта венчурных инвестиций, основанный на контрольных точках роста и финансовых детерминантах, который позволяет выбрать приемлемый метод оценки его стоимости на целевой инвестиционной стадии развития (с. 113–114).

### **Научная новизна исследования**

В рамках диссертационного исследования Макушиной Е.Ю. получены результаты, обладающие научной новизной, среди которых:

1. Предложено определение объекта венчурных инвестиций, с позиции венчурных инвестиционных стадий развития, на которых систематизированы финансовые детерминанты для оценки его стоимости.

2. На основе выделенных отличительных признаков венчурного фонда, созданного по договору инвестиционного товарищества, разработана его бизнес-модель. Предложено квалификационное определение венчурных инвестиций с позиции их отражения в финансовой отчетности венчурного фонда (инвестиционного товарищества).

3. Сформулировано определение венчурного фонда, созданного по договору

инвестиционного товарищества.

4. Идентифицированы специфические виды статей финансовой отчетности венчурного фонда, среди которых: вложенный товарищами капитал, вознаграждение за успех, расходы на управление, а также предложены методические рекомендации их представления в разработанном формате финансовой отчетности венчурного фонда, созданного по договору инвестиционного товарищества.

5. Предложен алгоритм расчета справедливой стоимости венчурных инвестиций для раскрытия информации в финансовой отчетности венчурного фонда (инвестиционного товарищества) на основе разработанного автором системного подхода к оценке стоимости объекта венчурных инвестиций.

Следует констатировать, что основные положения диссертационного исследования Макушиной Е.Ю., научные результаты, выводы и рекомендации получили научное обоснование, которое имеет существенное значение для развития научных знаний в исследуемой области.

**Обоснованность научных положений, выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертации, их достоверность** основывается на исследованных Макушиной Е.Ю. научных работах отечественных и зарубежных ученых, нормативных и правовых актах. При проведении исследования соискатель опирается на директивы, рекомендации, стандарты, разработанные международными профессиональными организациями, регулирующие оценку прямых и венчурных инвестиций и раскрытие информации в финансовой отчетности, среди которых: Международные стандарты финансовой отчетности; Международные стандарты оценки; Международные директивы по оценке прямых и венчурных инвестиций; Международные директивы по раскрытию информации о прямых и венчурных инвестициях; Рекомендации по раскрытию информации для инвесторов.

Основные результаты диссертационного исследования представлены в 8 публикациях в рецензируемых научных изданиях общим объемом 10,7 п.л. (авторских 10,3 п.л.), в том числе, 5 статей в журналах, рекомендованных

Минобрнауки России и Ученым советом МГУ имени М.В. Ломоносова для публикации научных результатов диссертационных работ (6,4 п.л., в том числе авторских 6 п.л.)

### **Теоретическая значимость исследования**

В представленной работе соискатель определяет теоретическую основу исследования на основе систематизации знаний в нескольких взаимосвязанных сферах. На основе анализа большого объема изученной литературы были разработаны следующие определения: объекта венчурных инвестиций, венчурных инвестиций, венчурного фонда, созданного по договору инвестиционного товарищества. Разработан методический инструментарий стоимостного измерения венчурных инвестиций для раскрытия информации в финансовой отчетности, который обобщает и дополняет положения теории учета и отчетности в части раскрытия информации в финансовой отчетности.

**Практическая значимость результатов диссертационной работы** состоит в возможности использования ряда выводов и рекомендаций федеральными и региональными органами власти в законотворческой деятельности по созданию в России условий, необходимых для эффективного функционирования формы реализации венчурных инвестиций по договору инвестиционного товарищества.

Разработанный в диссертационной работе инструментарий оценки стоимости венчурных инвестиций, а также предложенные методики отражения специфических статей финансовой отчетности могут использоваться управляющим товарищем для раскрытия информации в разработанном соискателем формате финансовой отчетности венчурного фонда, созданного по договору инвестиционного товарищества.

Детализированная инструкция по применению методов оценки стоимости объекта венчурных инвестиций может быть использована оценщиками, аудиторами, управляющим товарищем венчурного фонда.

### **Замечания и рекомендации по диссертации**

Следует отметить определенные замечания и дать рекомендации по диссертационной работе, которые будут полезны автору в дальнейшем

исследовании в рамках выбранной тематики:

1. в разделе «актуальность темы исследования» следовало бы обозначить потребность институциональных инвесторов (негосударственных пенсионных фондов и страховых компаний) в получении сопоставимых данных от инвестиционных товариществ для составления консолидированной финансовой отчетности;
2. в таблице 7 «Комплексная система венчурного инвестирования» (с. 46) по строке «финансовые инструменты (национальная практика)» отсутствуют конвертируемые привилегированные акции, как возможный инструмент венчурных инвестиций;
3. в таблице 20 «Системный подход к оценке стоимости объекта венчурных инвестиций (портфельной компании венчурного фонда)» предложены «альтернативные методы оценки стоимости», которые не регламентированы МСФО (IFRS) 13 «Оценка справедливой стоимости». В связи с этим возникает вопрос о целесообразности их использования.

Вместе с тем, отмеченные замечания не умаляют значимости диссертационного исследования.

### **Заключение о соответствии диссертации требованиям, установленным Положением о присуждении ученых степеней**

Содержание диссертации соответствует специальности 5.2.3 Региональная и отраслевая экономика (бухгалтерский учет, аудит и экономическая статистика), а именно следующим ее направлениям: «Национальные и международные системы и стандарты бухгалтерского учета»; «Особенности формирования бухгалтерской (финансовой, управленческой, налоговой) отчетности по отраслям, территориям и иным сегментам хозяйственной деятельности»; а также критериям, определенным пп. 2.1–2.5 Положения о присуждении ученых степеней в Московском государственном университете имени М.В. Ломоносова. Диссертация оформлена согласно требованиям Положения о совете по защите диссертаций на соискание ученой степени кандидата наук Московского государственного университета имени М.В. Ломоносова.

Таким образом, соискатель Макушина Елена Юрьевна заслуживает присуждения ученой степени кандидата экономических наук по специальности 5.2.3 Региональная и отраслевая экономика (бухгалтерский учет, аудит и экономическая статистика).

**Официальный оппонент:**

доктор экономических наук, профессор  
профессор базовой кафедры финансового контроля, анализа и аудита Главного контрольного управления города Москвы ФГБОУ ВО «Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова»

**ЧАЙКОВСКАЯ Любовь Александровна**

**Контактные данные**

тел.: +7 (499) 237-93-43

E-mail: [ТСНайkovskaya.LA@rea.ru](mailto:ТСНайkovskaya.LA@rea.ru)

**Специальность, по которой официальным оппонентом защищена диссертация: 08.00.12 — «Бухгалтерский учет, статистика».**

**Адрес места работы:** Российская Федерация, 11797, Москва, Стремянный пер., д.36, корп.3 ФГБОУ ВО «Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова», базовая кафедра финансового контроля, анализа и аудита Главного контрольного управления города Москвы