

ОТЗЫВ

члена диссертационного совета Финансового университета Д 505.001.101
по защите диссертаций на соискание ученой степени кандидата наук,
на соискание ученой степени доктора наук, д.э.н., доцента Бакулиной Анны
Александровны

по диссертации на соискание учёной степени кандидата экономических наук
Соловьева Стефана Анатольевича

Соловьев Стефан Анатольевич представил диссертацию на тему: «Развитие методов финансирования организаций музыкальной индустрии с использованием цифровых активов» на соискание учёной степени кандидата наук к публичному рассмотрению и защите по научной специальности 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит.

Содержание диссертации *полностью* соответствует паспорту научной специальности 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит (экономические науки), а именно: п. 3.7. «Финансы субъектов различных форм собственности» и п. 3.20. «Источники финансирования хозяйствующих субъектов, проблемы оптимизации структуры капитала»

Полагаю возможным допустить соискателя учёной степени к защите диссертации.

Отмечаю, что:

1) Соискатель учёной степени Соловьев С.А. предложил значимые для науки и практики, с одной стороны, фундаментально-теоретическое исследование, научные положения которого являются существенным научным достижением в области финансов, дополняющими новыми научными знаниями, а именно: выделены особенности финансово-хозяйственной деятельности организаций музыкальной индустрии в современных условиях, которые необходимо учитывать при выборе методов финансирования указанных организаций с целью их устойчивого развития.

С другой стороны, исследование, проведенное Соловьевым С.А., является и практико-ориентированным исследованием, решающим актуальную научную задачу, имеющую важное хозяйственное значение для субъектов экономики, в частности организаций музыкальной индустрии, что позволило выделить основные виды затрат на проведение процедуры первичного предложения токенов музыкального проекта, что в последующем окажет влияние на их стоимость. Кроме того, предложенная автором методика устраняет недостатки, присущие современным подходам к проведению ICO (низкое качество информационного сопровождения, юридическая неопределенность, проблема анонимности и высокий риск мошенничества), и определяет порядок подготовки и проведения ICO, позволяющий повысить инвестиционную привлекательность музыкального проекта и снизить риски инвесторов за счет внедрения рекомендаций по совершенствованию информационного и юридического сопровождения ICO.

2) Соискатель учёной степени Соловьев С.А. ввел в научный оборот следующие новые научные результаты:

теоретические (выделены особенности финансово-хозяйственной деятельности организаций музыкальной индустрии в современных условиях, которые необходимо учитывать при выборе методов финансирования указанных организаций с целью их устойчивого развития);

практические (выделены основные виды затрат на проведение процедуры первичного предложения токенов музыкального проекта, что в последующем окажет влияние на их стоимость; предложена методика проведения ICO для финансирования музыкальных проектов, устраняющая недостатки, присущие современным подходам к проведению ICO (низкое качество информационного сопровождения, юридическая неопределенность, проблема анонимности и высокий риск мошенничества), и определяющая порядок подготовки и проведения ICO, позволяющий повысить инвестиционную привлекательность музыкального проекта и снизить риски инвесторов за счет внедрения рекомендаций по совершенствованию информационного и юридического сопровождения ICO).

3) Диссертация «Развитие методов финансирования организаций музыкальной индустрии с использованием цифровых активов» обладает внутренним единством, а именно целостность диссертационного исследования соблюдена, выводы исследования не противоречат друг другу, в работе отражено развитие теоретико-методических положений в области методов и инструментов финансирования организаций музыкальной индустрии, а также даны практические рекомендации по использованию цифровых финансовых активов и применению современных цифровых технологий для финансирования их деятельности.

4) Обоснованность положений и выводов диссертации «Развитие методов финансирования организаций музыкальной индустрии с использованием цифровых активов» подтверждена следующими аргументами.

№ п/п	Положения, выносимые на защиту	Аргументы и способы оценки положений, вынесенных на защиту, и связанных с ними выводов
1	Выявлены особенности финансово-хозяйственной деятельности организаций музыкальной индустрии в современных условиях. Особенности определяются творческим характером деятельности, повышенным риском и одновременно высокой маржинальностью успешных музыкальных проектов, открытостью к цифровым технологиям и сервисно-ориентированным моделям бизнеса, ростом числа малых и независимых участников рынка, практически неограниченными возможностями масштабирования бизнеса и высоким экспортным потенциалом. Данные особенности необходимо учитывать при выборе методов финансирования	Автор в своем исследовании отмечает, что провел анализ по выявлению особенностей финансово-хозяйственной деятельности организаций музыкальной индустрии, опираясь на эмпирические данные по 1329 компаниям, однако не представляется возможности оценить выборку и ее качество, т.к. непосредственно в исследовании она не приведена. В число указанных особенностей вошли такие, как: низкая капитализация, высокая доля нематериальных активов, отсутствие высоколиквидных активов, которые банки принимают в качестве залога, высокая доля творчества и т.д., а также описано влияние этих особенностей на музыкальный бизнес.

№ п/п	Положения, выносимые на защиту	Аргументы и способы оценки положений, вынесенных на защиту, и связанных с ними выводов
	организаций музыкальной индустрии, что позволит обеспечить их устойчивое развитие (С. 20 – 34).	
2	<p>Проведена оценка применимости методов финансирования организаций музыкальной индустрии, учитывающая особенности их финансово-хозяйственной деятельности. Показано, что традиционные методы такие, как: самофинансирование, доленое и долговое финансирование на рынках капиталов, банковское и коммерческое кредитование, лизинг, а также бюджетное финансирование и иные меры государственной финансовой поддержки не обеспечивают потребности организаций музыкальной индустрии в финансировании расширенного воспроизводства своей деятельности в силу её финансово-хозяйственных особенностей. Результаты оценки применимости альтернативных методов финансирования, таких как инвестиционное, проектное и венчурное финансирование, показали возможность их применения для развития методов финансирования организаций музыкальной индустрии (С. 46 – 54).</p>	<p>Выделены традиционные и альтернативные методы финансирования организаций музыкальной индустрии с соответствующими достоинствами и недостатками, а также дана оценка их применимости, что позволило определить направление их развития на основе комплексного использования альтернативных методов, позволяющих привлечь необходимый объем финансовых ресурсов и обеспечить их вклад в устойчивое развитие экономики. Однако в исследовании автор не дает четкого изложения того: почему такие методы финансирования, как: банковское кредитование, лизинг и аренда оборудования не применяются? Как показывает практика банки широко кредитуют эту сферу, компании охотно предоставляют в лизинг и аренду оборудование для звукозаписывающих студий, для проведения концертов и прочее.</p>
3	<p>Предложен подход к развитию методов финансирования организаций музыкальной индустрии с использованием цифровых финансовых активов. Показано, что цифровой финансовый актив является многофункциональным инструментом, который может выполнять, в том числе сочетать, функции различных финансовых инструментов. Обосновано, что цифровые финансовые активы в сочетании с технологией распределенных реестров позволяют создать цифровую финансовую экосистему организаций музыкальной индустрии, объединяющую на единой технологической платформе как</p>	<p>Определены методы финансирования конкретных цифровых финансовых активов с указанием их статуса особенно в свете рассмотрения в Государственной Думе РФ нового законопроекта «О цифровых финансовых активах». Сделана попытка авторского видения на структуру цифровой финансовой экосистемы путем использования токенов. Это позволит исключить затраты на финансовых посредников и автоматизировать исполнение контрактных обязательств. Кроме того, автор выделил преимущества от использования ICO. По тексту работы автор ссылается на разработку методических рекомендаций по подготовке и проведению ICO, но скорее в тексте речь должна идти о методике или некоем алгоритме, а не о</p>

№ п/п	Положения, выносимые на защиту	Аргументы и способы оценки положений, вынесенных на защиту, и связанных с ними выводов
	традиционные, так и альтернативные методы финансирования (С. 86 – 92).	методических рекомендациях.
4	Выделены основные виды затрат на проведение процедуры первичного предложения токенов (Initial Coin Offering, ICO) музыкального проекта и предложен метод их расчета. В результате исследования были выделены основные виды затрат при привлечении капитала посредством ICO, такие как технические, эксплуатационные, информационные, юридические, консультационные, маркетинговые, конверсионные и транзакционные затраты, а также предложен метод расчета его совокупной стоимости (С. 95 – 103).	Выделены виды затрат, непосредственно затраты и их содержание на привлечение финансирования посредством ICO.
5	Разработана методика проведения ICO для финансирования музыкальных проектов. Предложенная методика устраняет недостатки, присущие современным подходам к проведению ICO, такие как низкое качество информационного сопровождения, юридическая неопределенность, проблема анонимности и высокий риск мошенничества. Методика определяет порядок подготовки и проведения ICO, позволяющий повысить инвестиционную привлекательность музыкального проекта и снизить риски инвесторов за счет внедрения рекомендаций по совершенствованию информационного и юридического сопровождения ICO (С. 103 – 116).	Разработана методика проведения ICO для финансирования музыкальных проектов с использованием цифровых финансовых активов и с опорой на выявленные особенности финансово-хозяйственной деятельности организаций музыкальной индустрии. Методика уточняет структуру оценки инновационной привлекательности проекта и дополняет её важными для инвестора оценками форм взаимодействия с организаторами проекта и вариантами выхода из проекта для фиксации прибыли. Это позволило устранить основные недостатки информационного сопровождения, свойственные существующей практике проведения ICO, и снизить риски для инвесторов.

Достоверность результатов, полученных Соловьевым Стефаном Анатольевичем, с одной стороны, в рамках теоретического исследования подтверждается сопоставимостью авторских данных и данных, полученных ранее по рассматриваемой тематике,

А) в области изучения методов финансирования, финансовых ресурсов и проблем их привлечения И.Т. Балабанов, С.В. Барулин, И.А. Бланк, В.П. Дьяченко, Л.А. Дробозина, И.Я. Лукасевич, С.И. Лушин, Н.И. Морозко, Д.С. Моляков, Е.В. Маркова, В.М. Родионова, Н.Г. Сычев, М.А. Федотова, Е.И. Шохин и др. За рубежом исследованиями в области финансирования организаций

занимались такие ученые, как P. Bernstein, R. Brealey, S. Myers, E. Brigham, M. Ehrhardt и другие;

Б) в области вопросов изучения финансовых технологий и их применения P.Schüffel, J. Barberis, M. Hochstein, U. Scholten, В.В. Масленников, М.А. Федотова, И.Я. Лукасевич;

В) в области культуры и вопросов ее финансирования А.Я. Рубинштейн, В.Ю. Музычук, Е.А. Хаунина, А.Н. Козырев

С другой стороны, если рассматривать признаки, присущие диссертационному исследованию Соловьева С.А. с позиции экспериментального исследования, то они подтверждаются:

А) качественной и количественной сопоставимостью авторских результатов с результатами, представленными в независимых источниках по данной тематике: разработана методика проведения ICO для финансирования музыкальных проектов. Предложенная методика устраняет недостатки, присущие современным подходам к проведению ICO, такие как низкое качество информационного сопровождения, юридическая неопределенность, проблема анонимности и высокий риск мошенничества. Методика определяет порядок подготовки и проведения ICO, позволяющий повысить инвестиционную привлекательность музыкального проекта и снизить риски инвесторов за счет внедрения рекомендаций по совершенствованию информационного и юридического сопровождения ICO.

5) Результаты диссертации Соловьева С.А. нашли практическое применение в деятельности АО «Фирма Мелодия», в частности подходы к развитию методов финансирования организаций музыкальной индустрии путем создания цифровой финансовой экосистемы с использованием цифровых финансовых активов и методика проведения ICO для финансирования музыкальных проектов. Это позволило повысить эффективность финансовой деятельности организации. Кроме того, результаты диссертации могут найти практическое применение в процессе стратегического управления у иных субъектов музыкального рынка.

б) Диссертация содержит сведения о личном вкладе Соловьева С.А. в науку, который выразился в непосредственном участии соискателя в получении исходных данных, в непосредственном участии автора диссертации на всех этапах процесса исследования, в личном участии автора диссертации в апробации результатов исследования, в обработке и интерпретации экспериментальных и эмпирических данных, выполненных лично автором, результатом чего явились: а) выявленные автором особенности финансово-хозяйственной деятельности организаций музыкальной индустрии, б) алгоритм проведения ICO для финансирования музыкальных проектов. Кроме того, соискателем подготовлены основные публикации по выполненной работе.

7) все материалы или отдельные результаты, заимствованные Соловьевым С.А. из чужих текстов (работ), оформлены в тексте диссертации надлежащим образом с указанием источника заимствования.

Соискатель учёной степени Соловьев С.А. указал, что лично им получены следующие результаты:

А) Выделены основные виды затрат на проведение процедуры первичного предложения токенов (Initial Coin Offering, ICO) музыкального проекта и предложен метод их расчета. В результате исследования были выделены основные виды затрат при привлечении капитала посредством ICO, такие как технические, эксплуатационные, информационные, юридические, консультационные, маркетинговые, конверсионные и транзакционные затраты, а также предложен метод расчета его совокупной стоимости.

Б) Разработана методика проведения ICO для финансирования музыкальных проектов. Предложенная методика устраняет недостатки, присущие современным подходам к проведению ICO, такие как низкое качество информационного сопровождения, юридическая неопределенность, проблема анонимности и высокий риск мошенничества. Методика определяет порядок подготовки и проведения ICO, позволяющий повысить инвестиционную привлекательность музыкального проекта и снизить риски инвесторов за счет внедрения рекомендаций по совершенствованию информационного и юридического сопровождения ICO.

В соавторстве получены следующие результаты:

А) Выявлены особенности финансово-хозяйственной деятельности организаций музыкальной индустрии в современных условиях. Особенности определяются творческим характером деятельности, повышенным риском и одновременно высокой маржинальностью успешных музыкальных проектов, открытостью к цифровым технологиям и сервисно-ориентированным моделям бизнеса, ростом числа малых и независимых участников рынка, практически неограниченными возможностями масштабирования бизнеса и высоким экспортным потенциалом. Данные особенности необходимо учитывать при выборе методов финансирования организаций музыкальной индустрии, что позволит обеспечить их устойчивое развитие (Соловьев С.А. Модели оценки риска несостоятельности (банкротства): история и современность / Соловьев С.А., Земсков В.В., Соловьев А.И. // Экономика. Налоги. Право. 2017. Т. 10. No 6. С. 91-100. (0,75 п.л. / 0,30 п.л.)).

Б) Проведена оценка применимости методов финансирования организаций музыкальной индустрии, учитывающая особенности их финансово-хозяйственной деятельности. Показано, что традиционные методы такие, как: самофинансирование, доленое и долговое финансирование на рынках капиталов, банковское и коммерческое кредитование, лизинг, а также бюджетное финансирование и иные меры государственной финансовой поддержки не обеспечивают потребности организаций музыкальной индустрии в финансировании расширенного воспроизводства своей деятельности в силу её финансово-хозяйственных особенностей. Результаты оценки применимости альтернативных методов финансирования, таких как инвестиционное, проектное и венчурное финансирование, показали возможность их применения для развития методов финансирования организаций музыкальной индустрии (Solovev, S.A. Financial Aspects of The Music Industry in The Digital Age = Финансовые аспекты

музыкальной индустрии в цифровую эпоху / S.A. Solovev, A.I. Solovev // The European Proceedings of Social & Behavioural Sciences EpSBS. –2018. – Vol. 57. – P. 472-486. – ISSN 2357-1330. – Текст : электронный. – DOI 10.15405/epsbs.2019.03.47. – URL: https://www.futureacademy.org.uk/files/image_s/upload/GCPMED%202018F047.pdf. (дата обращения: 09.09.2019).

В) Предложен подход к развитию методов финансирования организаций музыкальной индустрии с использованием цифровых финансовых активов. Показано, что цифровой финансовый актив является многофункциональным инструментом, который может выполнять, в том числе сочетать, функции различных финансовых инструментов. Обосновано, что цифровые финансовые активы в сочетании с технологией распределенных реестров позволяют создать цифровую финансовую экосистему организаций музыкальной индустрии, объединяющую на единой технологической платформе как традиционные, так и альтернативные методы финансирования (Соловьев, С.А. Единый цифровой рынок европейского союза: текущие состояние и направления развития / С.А. Соловьев, В.П. Куприяновский, А.И. Соловьев // International Journal of Open Information Technologies. – 2017. – Vol.5.–No10.– С. 47- 54. – ISSN 2307-8162. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <http://injoit.org/index.php/j1/article/view/492>. (дата обращения: 09.09.2019)).

8) Основные научные результаты диссертации опубликованы в 8 работах общим объемом 4,9 п.л. (авторский объем 3,1 п.л.), в том числе 4 работы общим объемом 3,4 п.л. (авторский объем 2,0 п.л.) - в рецензируемых научных изданиях, определенных ВАК при Минобрнауки России, одна статья общим объемом 0,8 п.л. (авторский объем 0,4 п.л.) в научном издании, входящем в международную цитатно-аналитическую базу Web of Science.

9) Соискатель учёной степени Соловьев С.А. в ходе работы над диссертацией и её публичной защиты показал себя как ученый, способный обработать научную информации путём самостоятельной исследовательской практики в рамках компетентностного подхода, а также определить место научной деятельности в структуре ценностей и жизнедеятельности и длительное время (в период написания диссертационного исследования) заниматься решением научной проблемы.

10) Однако к исследованию Соловьева С.А. имеется ряд замечаний, не снижающих общее впечатление о работе, но требующих обоснованного ответа соискателя, а именно:

А) Задача 6, указанная в диссертации, включает в себя разработку методических рекомендаций, тогда, как пункт новизны несет в себе разработку методики.

Б) По тексту диссертации автор не дает четкого изложения того: почему такие методы финансирования, как: банковское кредитование, лизинг и аренда оборудования не применяются? Как показывает, практика банки широко кредитуют эту сферу, компании охотно предоставляют в лизинг и аренду оборудование для звукозаписывающих студий, для проведения концертов и прочее.

В) на стр.98 приведена формула *Стоимость капитала* = [(Выплаты владельцу займа/Привлеченный заемный капитал)x100% + (Выплаты дивидендов/Привлеченный собственный капитал)x100%] + [Затраты на размещение/(Привлеченный заемный капитал + Привлеченный собственный капитал)]x100%. Однако не понятен ее экономический смысл. Есть ставка рассчитанная по модели средневзвешенной стоимости капитала, так называемая модель WACC. Почему автор не использовал ее? Кроме того, выявлена путаница с терминологией. Стоимость привлечения заемного капитала имеет другой вид формулы. Это часть модели WACC, и она не может быть равна 0, как указано в формуле. Более того, CF в формуле 1 и формуле 3 имеют разное трактование, хотя является одной и той же величиной, аналогично и по значению R в этих формулах.

Г). на стр.101 мы говорим о привилегированных акциях и вообще акционерном капитале, однако ранее автор утверждает, что в форме публичных компаний у нас организации музыкальной индустрии не созданы

Д). на стр.102 ошибка в формуле модели Гордона, ее вид должен быть следующий:

$$V = \frac{CF}{r - g}, \text{ где}$$

V – остаточная (продленная) стоимость,

CF- денежный поток первого года постпрогнозного периода,

r – ставка дисконтирования,

g - долгосрочные темпы роста денежного потока.


Кроме того, не дана расшифровка показателя Ктo.

Е) Исследование следовало бы дополнить анализом музыкальных компаний как российских, так и зарубежных с точки зрения эффективности тех или иных подходов к финансированию их деятельности, а также количественными и качественными методами определения эффективности финансирования деятельности музыкальных организаций с использованием цифровых активов, в том числе в качестве ICO.

Ж) В степени разработанности темы исследования приведены ученые-экономисты, например, Балабанов И.Т., Барулин С.В. и др., а в библиографии их труды не отражены.

Исходя из изложенного, полагаю, что представленная к защите диссертация:

- 1) соответствует заявленной научной специальности (научным специальностям) и может быть допущена к защите
- 2) соответствует установленным критериям и требованиям.

 (личная подпись)

Бакулина Анна Александровна

доктор экономических наук, доцент

01.06.2020