ОТЗЫВ
официального оппонента Глинкова Николая Алексеевича на диссертацию Моради Сани Натальи Петровны на тему «Финансовые инструменты: сущность, методы оценки и влияние на формирование капитала организации», представленную на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.10 – финансы, денежное обращение и кредит

Соответствие диссертации специальности и отрасли науки, по которым она представлена к защите.

Положения, выносимые на защиту и выводы, изложенные в диссертационной работе Моради Сани Н.П. «Финансовые инструменты: сущность, методы оценки и влияние на формирование капитала организации» по своему содержанию соответствуют области исследования паспорта специальности 08.00.10 – финансы, денежное обращение и кредит, отрасли науки «экономические науки».

Актуальность темы диссертационного исследования.

Тема диссертационной работы Моради Сани Н.П. соответствует приоритетным направлениям Программы социально-экономического развития Республики Беларусь на 2026–2030 годы в части повышения эффективности и качества инвестиций (пункт 7.1), а также в части совершенствования инструментов финансирования технологического развития, предусматривающего реализацию таких задач по проведению сбалансированной политики во всех секторах финансового рынка, как: «расширение ассортимента финансовых инструментов, внедрение в практику цифровых ценных бумаг, дальнейшее развитие механизма секьюритизации; снижение барьеров выхода белорусских эмитентов на зарубежные рынки в целях привлечения иностранных инвестиций; расширение использования кредитных рейтингов на рынке ценных бумаг как основного фактора выхода на зарубежные рынки капитала» (пункт 7.7), что свидетельствует о важности исследования сущности, методов оценки и влияния финансовых инструментов на капитал организации.

Кроме того, тематика диссертации отвечает основным положениям Стратегии развития рынков ценных бумаг и страхования до 2040 года, которая предполагает анализ проблематики в сфере токенов, расширение использования кредитных рейтингов на рынке ценных бумаг в случаях эмиссии и обращения долговых ценных бумаг отдельных видов, оценки организаций и эмитируемых ими облигаций, использования таковых в качестве дополнительного критерия в отношении инструментов, доступных для инвестирования отдельными инфраструктурными элементами фондового рынка.

Также следует отметить, что финансовые инструменты и возможности, которые они предоставляют организациям, являются неотъемлемой частью современного корпоративного управления. Понимание природы финансовых инструментов позволяет расширить горизонты планирования, способствует эффективному функционированию систем внутреннего контроля и управления рисками. Грамотное использование финансовых инструментов, благодаря обоснованному выбору, ускоряет развитие предприятия, повышает его

устойчивость и платежеспособность.

В этой связи основные положения диссертации Моради Сани Н.П., состоящие в развитии теоретических основ финансовых инструментов, разработке методического инструментария их оценки и влияния на формирование капитала организации, а также практических рекомендаций по использованию финансовых инструментов и оценке их стоимости с учетом кредитного риска в деятельности организации для повышения эффективности формирования и использования капитала организации, являются актуальными и своевременными.

Степень новизны результатов, полученных в диссертации, и научных положений, выносимых на защиту.

В ходе диссертационного исследования автор получил ряд результатов, обладающих научной новизной:

1. Развиты теоретические основы финансовых инструментов: разработаны авторские определения понятий «финансовые инструменты» и «цифровые финансовые инструменты», отражающие особенности развития финансовых рынков в условиях цифровизации экономики; уточнен состав функций финансовых инструментов, способствующий наиболее полному раскрытию сущности финансовых инструментов и обоснованному выбору финансовых инструментов при формировании капитала организации; расширена классификация финансовых инструментов с учетом цифровизации финансового рынка и их влияния на формирование капитала организации.

2. Развиты методические основы оценки воздействия финансовых инструментов на капитал организации, включающие расчет уточненного показателя рентабельности совокупного капитала (BEP_{fin}), уточненную факторную модель рентабельности совокупного капитала, а также авторские показатели (прибыль (убыток) от использования финансовых инструментов; среднегодовая сумма капитала, вложенного в финансовые инструменты; рентабельность (убыточность) деятельности с финансовыми инструментами), позволяющие организациям наиболее точно определить сумму капитала, вложенного в финансовые инструменты и оценить эффективность их использования для принятия решений по эмиссии и (или) привлечению дополнительных финансовых инструментов.

3. Разработана бизнес-модель формирования капитала организации с применением финансовых инструментов для достижения бизнес-целей организации по формированию ее капитала, а также предложена авторская методика формирования капитала организации с применением финансовых инструментов, позволяющая осуществить комплексный анализ факторов, влияющих на выбор планируемых к использованию финансовых инструментов, определить их состав и эффективность использования капитала организации.

4. Разработана методика оценки эффективности использования авторской бизнес-модели формирования капитала организации с применением финансовых инструментов, чтобы определить наиболее эффективные финансовые инструменты.

5. Разработаны практические рекомендации по использованию финансовых инструментов и оценке их стоимости с учетом кредитного риска в деятельности организации для повышения эффективности формирования и использования

капитала организации.

Обоснованность и достоверность выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертации.

Выводы, определяющие обоснование теоретических основ финансовых инструментов, разработку методического инструментария их оценки и практических рекомендаций по использованию финансовых инструментов и оценке их стоимости с учетом кредитного риска в деятельности организации для повышения эффективности формирования и использования её капитала, построены на основе критического анализа трудов отечественных и зарубежных экономистов, нормативных и статистических материалов, а также данных бухгалтерской (финансовой) отчетности организаций. Это говорит о высокой степени их обоснованности и достоверности.

Научная, практическая, экономическая и социальная значимость результатов диссертации с указанием рекомендаций по их использованию.

Научная значимость основных положений и результатов диссертационного исследования состоит в развитии теоретических основ финансовых инструментов, разработке методического инструментария их оценки и влияния на формирование капитала организации, а также практических рекомендаций по использованию финансовых инструментов и оценке их стоимости с учетом кредитного риска в деятельности организации для повышения эффективности формирования и использования капитала организации.

Практическая значимость полученных результатов работы состоит в том, что они могут быть применены организациями для принятия управленческих решений по разработке финансовой политики и постановке бизнес-целей по использованию финансовых инструментов как при формировании собственного капитала, так и для привлечения заемного. Кроме того, результаты исследования могут применяться на практике при оценке эффективности корпоративного управления организаций, в том числе отдельных его элементов: систем внутреннего контроля и управления рисками. Наличие актов внедрения подтверждает востребованность результатов исследования.

Экономическая значимость диссертационного исследования состоит в том, что реализация рекомендаций и предложений Моради Сани Н.П. будет способствовать принятию обоснованных финансовых решений в части формирования капитала организации с применением финансовых инструментов, снижению расходов по привлечению финансовых ресурсов, поиску альтернативных источников финансирования собственного и заемного капитала, увеличению управляемости денежными потоками, улучшению корпоративного управления и повышению эффективности использования капитала организациями Республики Беларусь.

Социальная значимость результатов исследования проявляется в комплексном воздействии на финансовый рынок Республики Беларусь: внедрение прозрачных и верифицируемых методик формирования капитала организаций способствует расширению их использования; определение и классификация финансовых инструментов с учетом цифровой трансформации экономики повышает доверие инвесторов и общества к цифровым финансовым инструментам, а наглядность расчётов и критериев выбора источников

финансирования способствует росту финансовой грамотности населения.

Опубликованность результатов диссертации в научной печати.

По теме диссертации опубликовано 26 научных работ, в том числе 6 статей (объемом 4,1 авторского листа) в научных рецензируемых журналах, соответствующих п. 19 Положения о присуждении ученых степеней и присвоении ученых званий, 5 статей – в сборниках научных трудов и статей, 15 статей – в материалах конференций.

Соответствие оформления диссертации требованиям ВАК.

Диссертация и автореферат оформлены в соответствии с Инструкцией о порядке оформления квалификационной научной работы (диссертации) на соискание ученой степени кандидата наук, автореферата и публикаций по теме диссертации, утвержденной Постановлением Высшей аттестационной комиссии Республики Беларусь от 28.02.2014 г. № 3 (в ред. Постановления Высшей аттестационной комиссии Республики Беларусь от 22.08.2022 г. № 5).

Замечания по диссертации.

Представленное научное исследование имеет отдельные положения, требующие конкретизации и дополнительного обоснования:

1. В диссертации (глава 3, раздел 3.2) при рассмотрении методики оценки эффективности использования бизнес-модели формирования капитала организации с применением финансовых инструментов на этапе создания экспертной комиссии для оценки важности оцениваемых показателей автором предлагается включать в состав экспертной комиссии ведущих экономистов организации, а также специалистов финансовых отделов и бухгалтерии (стр. 145). Однако, по нашему мнению, в качестве экспертов на данном этапе следует привлекать также специалистов организации из числа риск-менеджеров и специалистов по корпоративному управлению. Это позволит отразить профессиональные суждения, учитывающие как финансовое положение, так и видение стратегии развития организации.

2. Изложенные в разделах 3.1 и 3.2 диссертационной работы методика формирования капитала организации с применением финансовых инструментов и методика оценки эффективности использования бизнес-модели формирования капитала организации с применением финансовых инструментов содержат множество показателей, определение которых требует трудоёмких расчётов и подробной аналитической информации, что может затруднить их внедрение на практике. По нашему мнению, в диссертационном исследовании автору следовало бы отразить рекомендации по развитию автоматизации предложенных методик и показателей на предприятиях, а также предусмотреть возможность дальнейшей интеграции авторских разработок в программные продукты компании.

При этом необходимо отметить, что указанные недостатки не снижают значимости теоретических выводов и практических рекомендаций, сформулированных в диссертационной работе.

Соответствие научной квалификации соискателя ученой степени кандидата экономических наук.

Изучение содержания диссертационной работы, автореферата и опубликованных научных трудов позволяет сделать заключение о том, что Моради Сани Н.П. является подготовленным специалистом экономического

профиля с соответствующей научной квалификацией, что позволяет самостоятельно проводить исследования сложных экономических проблем. По квалификации, знанию предмета в области исследования, практическому опыту Моради Сани Н.П. соответствует требованиям, предъявляемым к соискателям ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.10 – финансы, денежное обращение и кредит.

Выводы.

На основании вышеизложенного, и учитывая, что диссертационная работа «Финансовые инструменты: сущность, методы оценки и влияние на формирование капитала организации», представленная на соискание ученой степени кандидата экономических наук, удовлетворяет требованиям гл. 3 Положения о присуждении ученых степеней и присвоении ученых званий, утвержденного Указом Президента Республики Беларусь 17.11.2004 г. № 560 (в редакции Указа Президента Республики Беларусь от 23.06.2023 г. № 180), является квалификационной научной работой по специальности 08.00.10 – финансы, денежное обращение и кредит и рекомендуется к защите, а ее автор Моради Сани Наталья Петровна заслуживает присуждения ученой степени кандидата экономических наук за:

1. Развитие теоретических основ финансовых инструментов в условиях цифровизации экономики, включающее:

1) авторские трактовки понятий «финансовые инструменты» и «цифровые финансовые инструменты». Новизна определения «финансовые инструменты» состоит в расширении понятия за счет включения цифровых финансовых инструментов; в установлении связи между договорной природой финансовых инструментов и их ролью в перераспределении финансовых ресурсов; в выделении ключевых свойств, присущих финансовым инструментам, – стоимости, обращаемости и способности генерировать будущие денежные потоки. Авторское определение цифровых финансовых инструментов раскрывает их экономическую сущность, а также содержит указание на наличие эмитента цифрового финансового инструмента с денежным обязательством по нему;

2) уточнение состава функций финансовых инструментов, позволившее выделить общие их функции, определить функции цифровых финансовых инструментов (оптимизация структуры финансового рынка, уменьшение транзакционных издержек при проведении сделок), а также выделить функции финансовых инструментов в контексте их влияния на формирование капитала организации (аккумуляция эмитентом финансовых инструментов разрозненных долей капитала инвесторов, привлечение капитала на бессрочной основе, привлечение долгового капитала на традиционной и новой технологической основе, преобразование основного и оборотного капитала эмитента в обязательства, трансформация заемного капитала эмитента финансового инструмента в собственный), что способствуют наиболее полному раскрытию сущности финансовых инструментов в условиях цифровизации финансового рынка и обоснованному выбору финансовых инструментов при формировании капитала организации;

3) классификацию финансовых инструментов с дополненными новыми видами по ранее выделенным критериям и новыми критериями. Новыми видами

являются финансовые инструменты, выраженные в цифровых активах; финансовые инструменты, выпущенные организациями иностранной формы собственности; финансовые инструменты, обращающиеся на рынке цифровых финансовых инструментов; финансовые инструменты в виде смарт-контракта; финансовые инструменты, используемые в бизнес-модели формирования капитала организации. По сравнению с существующими подходами к классификации новые виды финансовых инструментов позволяют отразить: использование цифровых активов в качестве базисных активов финансовых инструментов; особенности законодательства Республики Беларусь, регулирующего формы собственности эмитентов финансовых инструментов; появление нового рынка обращения финансовых инструментов; процедуру автоматизированного исполнения сделок с цифровыми финансовыми инструментами; разработку собственных бизнес-моделей с применением финансовых инструментов. Новыми критериями классификации финансовых инструментов являются: а) уровень применения в экономике (финансовые инструменты на международном, макро-, мезо- и микроуровне экономики); б) цель применения в экономике (финансовые инструменты для проведения международных сделок и расчетов, для денежно-кредитной и финансовой статистики, для профессиональной инвестиционной деятельности в рамках экономического региона, для составления финансовой отчетности); в) способ хранения и передачи данных (нецифровые, цифровые); г) способ формирования капитала организации (формирующие собственный капитал, обеспечивающие привлечение заемного капитала организации и управление структурой капитала организации). Классификация цифровых финансовых инструментов по форме функционирования и наличию обеспечения, по процедуре выпуска и по цели использования, в отличие от ранее разработанных классификаций, позволяет выделить при формировании капитала организации те виды цифровых инструментов, которые по своим экономическим характеристикам и особенностям выпуска наиболее близки к финансовым. Разработка комплекса новых критериев классификации финансовых инструментов расширяет теоретическую базу классификации финансовых инструментов и повышает точность их систематизации при формировании капитала организации.

2. Развитие методических основ оценки воздействия финансовых инструментов на капитал организации, включающее:

1) уточнение способа расчета показателя рентабельности совокупного капитала (сокр. на англ. BEP_{fin}), что позволяет учитывать подлежащие к уплате проценты по выпущенным и привлеченным долговым финансовым инструментам, а также полученные процентные доходы от финансовых вложений без учета налоговой нагрузки;

2) уточненную факторную модель рентабельности совокупного капитала, позволяющую отразить влияние как доли финансовых инструментов в общей сумме капитала, так и рентабельности деятельности, связанной с применением долевых и долговых финансовых инструментов, на результативный показатель BEP_{fin} и дает возможность определить эффективность использования капитала организации при его формировании с помощью различных финансовых инструментов;

3) авторские показатели эффективности использования финансовых инструментов в организации (прибыль (убыток) от использования финансовых инструментов, среднегодовая сумма капитала, вложенного в финансовые инструменты, рентабельность (убыточность) деятельности с финансовыми инструментами, что позволяет организации наиболее точно определить сумму капитала, вложенного в финансовые инструменты, и оценить эффективность их использования для принятия решений по эмиссии и (или) привлечению дополнительных финансовых инструментов.

3. Авторскую бизнес-модель и методику формирования капитала организации с применением финансовых инструментов, связывающие финансовые инструменты, обращающиеся на различных сегментах финансового рынка, с поставленными бизнес-целями организации через инфраструктуру финансового рынка и взаимодействие с контрагентами, а также позволяющие осуществить комплексный анализ факторов, влияющих на выбор планируемых к использованию финансовых инструментов, определить их состав и эффективность использования капитала организации с применением финансовых инструментов.

4. Методику оценки эффективности использования авторской бизнес-модели формирования капитала организации с применением финансовых инструментов, позволяющую определить наиболее эффективные финансовые инструменты в рамках применяемой бизнес-модели в зависимости от характеристик используемого финансового инструмента (расходы, связанные с его размещением/привлечением, необходимость обеспечения и сложность процесса выпуска финансового инструмента) и генерируемого им денежного потока, платежеспособности организации, рентабельности финансовых инструментов и совокупного капитала организации.

5. Практические рекомендации по использованию финансовых инструментов и оценке их стоимости с учетом кредитного риска в деятельности организации, которые составляют мероприятия по присвоению международных кодов финансовым инструментам и расчет ожидаемых кредитных убытков по финансовым активам, создающие предпосылки для привлечения капитала с финансовых рынков дружественных стран и позволяющие прогнозировать возможные потери и создавать резервы под ожидаемые кредитные убытки, осуществлять оценку финансовых инструментов в соответствии с международными стандартами финансовой отчетности.

Официальный оппонент:

Заместитель директора
по корпоративному управлению
ЗАО «Патио-Менеджмент» -
управляющая компания
холдинга «5 ЭЛЕМЕНТ»,
кандидат экономических наук Н. А. Глинков

Подпись Глинкова Н.А.
заверяю
специалист по кадрам А.В. Елибекова
08.10.2026.