В Совет по защите диссертаций
Д 02.07.01 при учреждении образования
«Белорусский государственный экономический
университет»

ОТЗЫВ

официального оппонента д.э.н., профессора Верезубовой Татьяны Анатольевны 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

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

Диссертация Моради Сани Н.П. посвящена решению научной задачи – развитию теоретических основ и методического инструментария оценки и влияния финансовых инструментов на формирование капитала организации для повышения эффективности его использования.

Тема и содержание диссертации соответствуют отрасли науки «Экономические науки», специальности 08.00.10 – финансы, денежное обращение и кредит (п.18 «Рынок ценных бумаг, фондовый рынок и специализированные финансовые фонды»), и профилю совета Д 02.07.01.

2. Актуальность темы диссертационного исследования.

Проблематика финансовых инструментов как основных рычагов перераспределения финансовых ресурсов является актуальной для экономики Республики Беларусь. Согласно Стратегии развития рынков ценных бумаг и страхования до 2040 года развитие финансового рынка в долгосрочной перспективе будет направлено на обеспечение прямого вклада финансового сектора в экономический рост Республики Беларусь, в том числе на увеличение уровня инвестиционной, эмиссионной активности рыночных участников, активное использование инструментов рынков, что позволит повысить общий уровень благосостояния белорусских граждан, их вовлеченность в процессы финансирования деятельности белорусского бизнеса.

Особую актуальность приобретает изучение генезиса новых инструментов, основанных на технологии распределенного реестра, их экономической схожести с традиционными финансовыми инструментами, что требует рассмотрения сущности финансовых инструментов с учетом цифровой трансформации экономики Республики Беларусь.

Изучение методов оценки финансовых инструментов в свете сближения национальных стандартов с международными показывает имеющиеся сложности в применении последних и требует выработки рекомендаций, позволяющих провести оценку и сформировать резервы для покрытия организациями возможных кредитных рисков.

Немаловажным является исследование возможностей по привлечению

внешнего финансирования от субъектов дружественных государств, расширению использования кредитных рейтингов на рынке ценных бумаг как основного фактора выхода на зарубежные рынки капитала, так и повышения защищенности белорусского бизнеса, заинтересованного в осуществлении инвестиций в ценные бумаги отечественных эмитентов.

Кроме того, согласно «Основным направлениям денежно-кредитной политики Республики Беларусь на 2026 год» планируются определенные мероприятия по «повышению доступности источников финансирования для субъектов хозяйствования», что будет способствовать обеспечению финансовой стабильности и устойчивому экономическому развитию страны.

Об актуальности тематики диссертации свидетельствуют публикации результатов исследования Моради Сани Н. П. в журнале «Банковский вестник», а также в Экономическом бюллетене Научно-исследовательского экономического института Министерства экономики Республики Беларусь.

Таким образом, актуальной научной задачей является развитие теоретических основ финансовых инструментов, а также разработка методического инструментария их оценки и влияния на формирование капитала организации, 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. В связи с чем, тема диссертационного исследования Моради Сани Н.П. становится особенно своевременной и практически значимой.

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

Научные результаты, полученные соискателем, обладают высокой степенью новизны. Диссертационное исследование содержит ряд теоретически и методически обоснованных положений, обладающих научной новизной и практической ценностью для решения важных задач в области финансов и финансового менеджмента.

Первое положение вносит вклад в развитие теоретических основ финансовых инструментов в условиях цифровизации экономики. Автор по-новому трактует понятия «финансовые инструменты» и «цифровые финансовые инструменты», уточняет состав функций и дополняет классификацию финансовых инструментов, что расширяет знание о финансовых инструментах, устанавливает связь между договорной природой финансовых инструментов и их ролью в перераспределении финансовых ресурсов, способствуют наиболее полному раскрытию сущности финансовых инструментов в условиях цифровизации финансового рынка, повышает точность их систематизации при формировании капитала организации.

Второе положение состоит в развитии методических основ оценки воздействия финансовых инструментов на совокупный капитал организации. Автором предложено:

– уточнение расчета показателя рентабельности совокупного капитала организации BEP_{fin}, который в отличие от ранее разработанных учитывает платежи и поступления по финансовым инструментам без учета налоговой

нагрузки и является дополнительным показателем к известным BEP и ROA;

– уточнение факторной модели рентабельности совокупного капитала, которая позволяет осуществлять анализ влияния факторов второго порядка (долей финансовых инструментов и капитала, относящегося к текущей деятельности) на рентабельность совокупного капитала, позволяющего оценить вклад финансовых инструментов в результативный показатель BEP_{fin},;

– авторские показатели, которые помогают наиболее точно определить сумму капитала, вложенного в финансовые инструменты, и оценить эффективность их использования для принятия решений по привлечению дополнительных финансовых инструментов.

Вышеуказанные разработки нашли дальнейшее отражение в авторских методиках.

Третье положение включает впервые разработанную бизнес-модель и авторскую методику формирования капитала организации с применением финансовых инструментов.

Новизна бизнес-модели формирования капитала организации с применением финансовых инструментов заключается в:

– авторском определении бизнес-модели как процесса, позволяющего определить набор финансовых инструментов для достижения поставленных бизнес-целей по формированию капитала;

– выделении компонентов бизнес-модели, которые связывают инструменты различных сегментов финансового рынка с целями организации по формированию капитала через контрагентов и инфраструктуру.

Новизна авторской методики формирования капитала организации с применением финансовых инструментов позволяет провести комплексный анализ факторов для обоснованного выбора финансовых инструментов, определить эффективность использования капитала организации на основе авторских показателей, предложенных во втором положении.

Четвертое положение представляет собой впервые разработанную методику оценки эффективности использования авторской бизнес-модели формирования капитала организации с применением финансовых инструментов. Ее новизна заключается в:

– предложенных ключевых показателях эффективности, характеризующих финансовой инструмент, денежный поток, платежеспособность организации, рентабельностей финансовых инструментов и совокупного капитала;

– оценке значимости коэффициента конкордации Кендалла;

– расчете интегральных показателей, позволяющих определить эффективность применяемого финансового инструмента в рамках модели, а также оценить эффективность бизнес-модели формирования капитала организации с применением финансовых инструментов в целом.

Пятое положение содержит практические рекомендации по использованию финансовых инструментов и оценке их стоимости с учетом кредитного риска в деятельности организации, включающие мероприятия, способствующие выходу отечественных организаций на внешние финансовые рынки, а также рекомендации по расчету ожидаемых кредитных убытков по финансовым активам.

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

Научная значимость диссертационного исследования заключается в разработке теоретических основ финансовых инструментов, усовершенствовании методологических основ оценки воздействия финансовых инструментов на совокупный капитал организации на микроуровне, разработке бизнес-модели и методик формирования капитала организации с применением финансовых инструментов и оценки эффективности авторской бизнес-модели, практических рекомендациях по использованию финансовых инструментов и оценке их стоимости с учетом кредитного риска в деятельности организации для повышения эффективности формирования и использования ее капитала. Сформулированные автором научные положения и рекомендации расширяют теоретические основы финансового менеджмента в сфере применения финансовых инструментов и могут обеспечить успешное развитие организаций реального сектора экономики, повышение платежеспособности и эффективности использования капитала организаций для развития устойчивой национальной экономики.

Практическая значимость диссертационной работы подтверждается внедрением ее результатов в практическую деятельность организаций различных сфер деятельности. Кроме того, материалы настоящей работы использованы в научно-исследовательской работе, подготовленной в рамках деятельности учреждения образования «Белорусский государственный экономический университет» по теме № 20-2021 Б (ГПНИ) «Совершенствование монетарной политики для обеспечения стабильного экономического развития экономики Республики Беларусь» (№ ГР 20212342). Предложенные автором модели, методики и практические рекомендации по оценке стоимости финансовых инструментов и эффективности их использования создают предпосылки к привлечению финансовых поступлений с финансовых рынков дружественных стран и направлены на внедрение моделей расчета ожидаемых кредитных убытков в национальную практику.

Экономическая ценность диссертационного исследования состоит в расширении возможностей организаций по привлечению дополнительного финансирования путём использования предложенных научно обоснованных методик и бизнес-модели формирования капитала организации с применением финансовых инструментов для успешного выполнения поставленных бизнес-целей. Это позитивно отразится на эффективности использования капитала и платёжеспособности организаций, позволит минимизировать риски от ожидаемых кредитных убытков и в конечном счёте обеспечит непрерывное обновление и расширенное общественное воспроизводство.

Социальная значимость диссертационной работы заключается в развитии финансового рынка, обеспечивающего укрепление финансовой устойчивости организаций в длительной перспективе, как одного из гарантов развития экономики и повышения благосостояния населения.

5. Обоснованность и достоверность выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертации.

Выводы и рекомендации диссертации отличаются высокой степенью обоснованности и достоверности. Они опираются на критический анализ широкого круга научных трудов отечественных и зарубежных авторов, аналитических отчётов международных финансовых организаций, а также на репрезентативную эмпирическую базу, включающую статистические данные за длительный период. Основные положения работы прошли апробацию на многочисленных международных конференциях, опубликованы в рецензируемых научных журналах и использованы при выполнении научно-исследовательских работ, в том числе в рамках Государственной программы научных исследований.

6. Опубликование 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. Основные положения диссертации докладывались на международных и республиканских научно-практических конференциях: «Стратегия развития экономики Беларуси: факторы формирования и инструменты реализации» (Минск, 2015); «Экономический рост Республики Беларусь: глобализация, инновационность, устойчивость» (Минск, 2015, 2016, 2017, 2018, 2022, 2024); «Экономика и управление в современных условиях: проблемы и перспективы» (Майкоп, 2016); «Актуальные научные исследования в современном мире» (Переяслав-Хмельницкий, 2016, 2017); «Молодые исследователи – регионам» (Вологда, 2017); «Дни науки – 2017» (Макеевка, 2017); «Экономика 21 века: угрозы возможности и превентивное управление» (Брянск, 2017); «Со-временная экономика: актуальные проблемы, задачи и траектории развития» (Курск, 2020); «Молодёжь. Наука. Современность» (Воткинск, 2020); «Актуальные вопросы развития финансовой сферы» (Махачкала, 2021); «Тенденции экономического развития в XXI веке» (Минск, 2021); «Бизнес. Образование. Экономика» (Минск, 2022); «Тенденции экономического развития в XXI веке» (Минск, 2024); «Стратегия развития экономики Беларуси: вызовы, инструменты и перспективы» (Минск, 2024).

Ознакомление с научными трудами соискателя позволяют сделать вывод о достаточной полноте опубликования основных положений диссертации, а также о представлении и обсуждении результатов исследования научному сообществу.

7. 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 23.08.2022 г. № 5).

Представленный автореферат в полной мере отражает содержание работы, результаты и основные положения, которые выносятся на защиту.

8. Замечания по диссертации.

Считаем необходимым отметить следующие замечания по диссертационному исследованию:

1) На странице 24, в пятом абзаце, в рамках функционального подхода к определению финансовых инструментов соискатель относит к их числу страховые полисы. Однако в дальнейшем страховые инструменты в работе не раскрываются. Кроме того, в пункте 2.1 второй главы при описании состава финансовых инструментов в зависимости от сегментов их обращения на финансовом рынке и влияния на капитал организации посредством реализации бизнес-целей рынок страхования и соответствующие ему инструменты (договоры страхования) также не рассмотрены. По нашему мнению, включение анализа страхового рынка, состава его инструментов и определения их влияния на капитал организации существенно обогатило бы диссертационное исследование;

2) В методике оценки эффективности использования бизнес-модели формирования капитала организации с применением финансовых инструментов приведены показатели эффективности, которые отобраны методом анкетного опроса, однако для полного обоснования их выбора в диссертационном исследовании следовало бы приложить анкету опроса для наглядности и усиления доказательной базы;

3) В автореферате содержание главы 2 представлено в довольно сжатом виде. Вместе с тем оно содержит подробный анализ основных сегментов финансового рынка Республики Беларусь и обращающихся на них финансовых инструментов, описание различных процедур эмиссии и выпуска финансовых инструментов (IPO, ICO), а также анализ источников формирования уставного и заёмного капитала государственных коммерческих организаций промышленной отрасли Республики Беларусь. На наш взгляд, их включение позволило бы более глубоко представить результаты проделанной работы.

Отмеченные замечания не умаляют в целом положительной оценки настоящей диссертационной работы.

9. Соответствие научной квалификации соискателя ученой степени кандидата экономических наук.

Актуальность темы диссертационного исследования, глубина научной проработки основных рассматриваемых проблем и достигнутых результатов в области теоретических основ и практического применения финансовых инструментов, обеспечивающих научную и практическую ценность диссертационной работы, свидетельствуют о высокой научной квалификации Моради Сани Н.П. и соответствии ее научной квалификации ученой степени кандидата экономических наук, на которую она претендует.

10. Заключение.

Диссертация Моради Сани Н. П. на тему: «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 ред. 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 Моради Сани Наталья Петровна заслуживает присуждения ученой степени кандидата экономических наук за:

1. Развитие теоретических основ финансовых инструментов в условиях цифровизации экономики, включающее авторские трактовки понятий «финансовые инструменты» и «цифровые финансовые инструменты»; уточнение состава функций финансовых инструментов, позволившее выделить общие их функции, определить функции цифровых финансовых инструментов, а также выделить функции финансовых инструментов в контексте их влияния на формирование капитала организации; классификацию финансовых инструментов с дополненными новыми видами по ранее выделенным критериям и новыми критериями, разработанную классификацию цифровых финансовых инструментов, что расширяет теоретическую базу в области финансовых инструментов, способствует наиболее полному раскрытию сущности финансовых инструментов и повышает точность их систематизации при формировании капитала организации.

2. Развитие методических основ оценки воздействия финансовых инструментов на капитал организации, включающее уточнение способа расчета показателя рентабельности совокупного капитала (сокр. на англ. BEP_{fin}), который, в отличие от применяемого показателя рентабельности (сокр. на англ. BEP), 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; уточненную факторную модель рентабельности совокупного капитала, показывающую 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}; 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, расчет которых позволяет организации наиболее точно определить сумму капитала, вложенного в финансовые инструменты, и обоснованно принять решение по эмиссии и (или) привлечению дополнительных финансовых инструментов.

3. Авторскую бизнес-модель и методику формирования капитала организации с применением финансовых инструментов, позволяющие связать финансовые инструменты, обращающиеся на различных сегментах финансового рынка, с поставленными бизнес-целями организации через инфраструктуру финансового рынка и взаимодействие с контрагентами и 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, которая основана на отборе ключевых показателей эффективности, оценке значимости коэффициента конкордации Кендалла, расчете интегрального показателя эффективности применяемого финансового инструмента в рамках модели, а также интегрального показателя оценки эффективности бизнес-модели формирования капитала организации с применением финансовых инструментов в целом, что позволяет определить наиболее эффективные финансовые инструменты в рамках применяемой бизнес-модели в зависимости от характеристик используемого 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 предлагают 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, а также наиболее точно осуществлять оценку финансовых инструментов в соответствии с международными стандартами финансовой отчетности.

Официальный оппонент
д.э.н., профессор,
заведующий кафедрой финансов
учреждения образования
«Белорусский государственный
экономический университет»
09.10.2026

Т.А. Верезубова

Подпись удостоверяю
Заместитель начальника центра кадровой политики – начальник отдела кадров