

ОТЗЫВ ОФИЦИАЛЬНОГО ОППОНЕНТА

на диссертацию Нерсесяна Владимира Валерьевича
на тему: «Проблемы становления институтов паевого инвестирования в
Республике Армения», представленную на соискание ученой степени
кандидата экономических наук по специальности (08.00.03) - «Финансы,
бухгалтерский учет»

Актуальность темы диссертации

Тема диссертации В.В. Нерсесяна безусловно актуальна. Проблемы соотношения различных видов финансовых систем и, в частности, способов привлечения финансирования экономическими агентами активно дискутируются в теории и на практике. Финансовые потрясения XXI века продемонстрировали уязвимость зависимости от одного вида финансирования. Для бывших переходных экономик, которые теперь относятся к категории стран с формирующимися рынками, эта проблема особенно актуальна. С одной стороны, они были вынуждены создавать рыночные финансовые системы фактически «с нуля», с другой – после выбора модели создания финансовой системы попадали в зависимость от этой модели. Практически ни в одной из стран СНГ не получил достаточного развития рынок акций (он был относительно развит лишь в России в отдельные периоды). Ответ на вопрос, почему так произошло, необходим для оценки дальнейших перспектив развития данного сегмента финансового рынка в рассматриваемых странах.

Развитие рынка акций безусловно важно для диверсификации национальной финансовой системы, а также для привлечения финансирования определенными категориями экономических агентов, в том числе развивающих инновационные производства, которым уделено значительное внимание в диссертационном исследовании. Все сказанное выше свидетельствует об актуальности данной работы.

Цели и задачи исследования

Целями данной диссертационной работы являются анализ современного состояния финансовой системы Армении, выявление ключевых проблем ее функционирования, а также выработка практических рекомендаций по развитию паевых институтов финансирования в Армении.

Исходя из поставленной цели, автором, на наш взгляд, был обоснованно разработан круг задач исследования. Среди них наиболее важными, с нашей точки зрения, являются:

- Сравнительный анализ долевого и долгового финансирования с точки зрения решения отдельных задач на микро- и макроуровне.
- Изучение существующего набора инструментов паевого инвестирования с точки зрения возможностей их внедрения в Армении.
- Ретроспективный анализ развития долевого финансирования в развитых странах для изучения возможностей использования соответствующего опыта Арменией.
- Изучение современного состояния и проблем рынка паевого инвестирования в Армении.
- Разработка концепции и отдельных рекомендаций по внедрению паевых инструментов финансирования в Армении.

Данные задачи были в целом решены в диссертационном исследовании.

Основные научные результаты и новизна исследования

К наиболее важным результатам диссертационного исследования, содержащим научную новизну, относятся следующие его положения:

1. Обоснование необходимости развития долевого финансирования в Армении для решения задачи повышения инновационного потенциала экономики страны и обеспечения ее устойчивого развития.

2. Выявление основных проблем рынка паевого инвестирования в Армении.
3. Проведена оценка влияния структуры капитала на показатели финансовой устойчивости армянских компаний с применением Z-модели Альтмана и набора коэффициентов покрытия.
4. Предложен набор мер для развития рынка паевого инвестирования в Армении.

Основное содержание диссертации

Структура диссертационного исследования отвечает поставленным целям и задачам.

Во введении обоснована актуальность темы диссертационного исследования, сформулированы цель и основные задачи исследования, теоретические, методологические и информационные основы исследования, изложены научная новизна, теоретическая и практическая значимость полученных результатов.

В первой главе «Теоретические основы паевого финансирования» проводится сравнительный анализ преимуществ и недостатков долевого и долевого финансирования и рассматриваются различные формы долевого финансирования и история их развития. Особый интерес представляет анализ преимуществ долевого и долевого финансирования с точки зрения отраслевой специфики (с.16-19).

Во второй главе «Паевое финансирование: тенденции и мировой опыт» автор анализирует опыт развития долевого финансирования в США, Европейском союзе и в Израиле, в том числе опираясь на исторические тенденции. Показана лидирующая роль США на мировом рынке долевого финансирования (с. 58-60), рассматриваются причины относительно меньшей развитости данного сегмента финансовой системы в Европе (с. 60-66), изучается опыт Израиля как пример привлечения долевого финансирования для развития инновационного сектора (с. 82-85). Кроме того, отдельно

рассматривается опыт крупного фонда “Kauffman Foundation” в формировании институционального портфеля и венчурных инвестиций (параграф 2.3.).

В третьей главе «Паевое финансирование в Армении: проблемы и перспективы» рассматриваются основные институциональные характеристики рынка паевого финансирования в Армении (с. 107-115), выделены основные проблемы развития данного рынка в стране (с. 124), проводится оценка устойчивости армянских компаний на основе Z-модели Альтмана и коэффициентов покрытия на примере компаний “Telecom Armenia” и “UCom Armenia” (параграф 3.1.), даны авторские предложения по развитию паевого финансирования в Армении, направленного на содействие инновационному развитию экономики страны.

Раздел «Выводы и рекомендации» содержит основные выводы по диссертационной работе и практические рекомендации для развития рынка паевого инвестирования в Армении.

Основными достоинствами данной диссертационной работы являются:

1. Логичное выстраивание исследования. Автор стремится доказать, что доленое финансирование играет важную роль с точки зрения диверсификации источников привлечения средств экономическими агентами в странах с формирующимися рынками, в том числе в Армении, а также – особенно – как источник привлечения ресурсов инновационными компаниями. Подчеркивая, что инновационное развитие является приоритетным направлением для развития экономики Армении в силу ограниченности ресурсов и геополитических и геоэкономических особенностей страны, автор делает логичный вывод о необходимости развития паевого финансирования в Армении, особенно его современных инструментов.

2. Автор подкрепляет вывод о необходимости инновационного развития количественной оценкой взаимосвязи между глобальным индексом инноваций и ВВП на душу населения, а также демонстрирует взаимосвязь

инновационного развития и развития паевого инвестирования на примере Израиля.

3. Автор предлагает собственные практические рекомендации по развитию паевого инвестирования в Армении с акцентом на поддержку инновационных компаний.

Дискуссионные вопросы и замечания

Тем не менее, диссертационная работа В.В. Нерсесяна содержит отдельные недостатки и дискуссионные положения:

1. Структура работы выстроена таким образом, что отдельные фрагменты текста, зачастую довольно значительные (как в случае с главой 3), не входят в систему глав и параграфов (они находятся в начале главы и не относятся ни к одному из параграфов).

2. Изложение материала в параграфе 1.4. больше напоминает учебник, чем научное исследование. Соответствующий материал можно было бы сжато изложить перед его практическим применением в работе в главе 3.

3. Автор основное внимание уделяет формам долевого финансирования, важным для инновационного развития (венчурные фонды, бизнес-ангелы, акселераторы, долевой краудфандинг и др.), зачастую в ущерб традиционным институтам рынка акций, которые также несомненно требуют развития, особенно в случае с Арменией.

4. Значительное внимание, уделяемое в работе долевого финансированию в США, может быть оправдано с точки зрения его роли на глобальном рынке, однако, серьезный вопрос возникает относительно возможности применения опыта США в Армении. В работе также рассматривается безусловно интересный опыт Израиля, по ряду параметров более близкий Армении. Можно было бы порекомендовать также проанализировать еще опыт нескольких стран с формирующимися рынками, более близких к Армении по институциональным характеристикам и уровню

развития и имеющих успешные практики в части развития фондового рынка и инструментов паевого инвестирования.

Вместе с тем, указанные замечания не умаляют научной значимости диссертационного исследования.

Заключение

Представленная к защите диссертация представляет собой самостоятельное авторское законченное научное исследование, теоретические и практические выводы научно обоснованы и отвечают требованиям научной новизны.

Автореферат соответствует содержанию диссертации и включает в себя основные положения и результаты исследования.

Научные публикации автора раскрывают основные положения диссертации.

Диссертация Нерсесяна Владимира Валерьевича на тему: «Проблемы становления институтов паевого инвестирования в Республике Армения», соответствует требованиям, предъявляемым ВАК РА к кандидатским диссертациям, а автору может быть присвоена ученая степень кандидата экономических наук по специальности (08.00.03) - «Финансы, бухгалтерский учет».

Официальный оппонент:

**Директор
ФГБУН Института экономики
Российской академии наук,
д.э.н., член-корреспондент РАН**

Головнин

Головнин Михаил Юрьевич

3 апреля 2025 г.

**Подпись заверяю:
Ученый секретарь ФГБУН Института
экономики Российской академии наук,
к.э.н.**



Зеленоборская

Зеленоборская Л.В.