

## ОТЗЫВ ОФИЦИАЛЬНОГО ОППОНЕНТА

на диссертацию Мелконяна Георгия Арамовича

на тему: «Проблемы преобразования активов накопительной пенсионной системы в долгосрочные финансовые ресурсы в РА», представленную на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности (08.00.03) - «Финансы, бухгалтерский учет»

### *Актуальность темы диссертации*

Актуальность темы исследования Г.А. Мелконяна сомнения не вызывает в связи с изменениями демографической структуры населения стран мира, в том числе в РА, что привело к значительным трансформациям и в пенсионной системе, а именно – обусловило необходимость перехода на накопительную пенсионную систему. В связи с этим вопросы эффективного управления пенсионными фондами как с точки зрения сохранения социальной стабильности, так и в контексте обеспечения долгосрочного благосостояния населения являются сегодня особо актуальными. Для целей обеспечения соответствующего уровня благосостояния участников накопительной пенсионной системы необходимо сформировать такие механизмы долгосрочного безрискового распределения средств, которые были бы направлены на создание дополнительных активов, обеспечивающих вознаграждение, эквивалентное потерям как вследствие развития инфляционных, так и иных негативных процессов.

Вопросы необходимости переосмысления природы и целей накопительной пенсионной системы активно дискутируются сегодня в теоретических исследованиях и рекомендациях практиков, что также доказывает актуальность и необходимость разработки и внедрения новых подходов и механизмов эффективной трансформации накопленных активов в долгосрочные инвестиции, направленные на стабильное экономическое развитие страны.

### *Цели и задачи исследования*

Целями диссертационной работы Г.А. Мелконяна являются выявление и формирование эффективных подходов для преобразования активов накопительной пенсионной системы в долгосрочные финансовые ресурсы в РА.

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

- ✓ Исследование современных подходов к выявлению основных факторов и инструментов эффективного управления пенсионными фондами в современных экономических реалиях, разработанных как отдельными странами, так международными организациями;
- ✓ Анализ основных показателей состояния пенсионных фондов в ряде выбранных стран, пенсионной системы в РА, инвестиционной политики пенсионных фондов в контексте создания необходимых условий развития долгосрочных вложений на институциональном уровне;
- ✓ Анализ деятельности управляющих пенсионными фондами «Amundi ACBA Asset Management» и «C-QUADRAT Ampega» в контексте изучения фондов, находящихся под их управлением;
- ✓ Разработка эконометрической модели оценки уровня доходности долевого ценных бумаг, входящих в пенсионные фонды РА, с учетом соответствующего уровня риска с целью выявления обоснованности их приобретения со стороны управляющих пенсионными фондами;
- ✓ Разработка практических рекомендаций по совершенствованию нормативно-правового регулирования деятельности управляющих пенсионными фондами и подходов к управлению пенсионными фондами РА в части формирования портфелей пенсионных фондов, направленных на эффективное преобразование активов

накопительной пенсионной системы в долгосрочные финансовые ресурсы.

Считаю, что указанные задачи были в целом решены в диссертационном исследовании Г.А. Мелконяна.

### ***Основные научные результаты и новизна исследования***

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

1. Проведена эконометрическая оценка активов управляющего пенсионным фондом «С-Quadrat Amrega» с использованием ценообразования капитальных активов (САРМ), расчёта коэффициентов бета и Шарпа.

2. Разработана концептуальная основа преобразования активов накопительной пенсионной системы РА в долгосрочные финансовые ресурсы с использованием механизма оптимизации операционной деятельности управляющих компаний.

3. Предложен механизм государственного регулирования размещения активов управляющих пенсионными фондами, позволяющий минимизировать экстернальные риски и стимулировать преобразование активов накопительной пенсионной системы в долгосрочные финансовые ресурсы в РА.

### ***Основное содержание диссертации***

Структура диссертационного исследования соответствует поставленным цели 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, проведенная апробация результатов исследования.

*В первой главе «Анализ академических воззрений по вопросам основных тенденций и вызовов управления пенсионными фондами»* проводится сравнительный анализ преимуществ и недостатков государственного вмешательства в процесс управления пенсионными фондами, современных подходов к формированию и имплементации инвестиционных стратегий, управления рисками и ликвидностью пенсионных фондов. Особый интерес представляют проведенный в работе анализ рисков государственного вмешательства и возможностей их минимизации (С. 13-16), риска ликвидности активов (С. 20-24) и вопросы эффективности управления пенсионными фондами в зависимости от их размеров (С. 17-19).

*Во второй главе «Инвестиционные политики пенсионных фондов в разных странах: анализ подходов и уровня эффективности»* автор анализирует аллокацию пенсионных активов управляющими компаниями фондов разных стран и делает вывод, что пенсионные фонды и регуляторы в разных странах формируют инвестиционную политику, исходя из своих запросов, поставленных целей и возможностей. Изучение опыта отдельных стран является основой понимания оптимальной инвестиционной модели, которая может быть эффективна для Армении, а также для понимания того насколько управляющие пенсионными фондами РА эффективно проводят инвестиционную политику (С.39-40), осознания необходимости пересмотра традиционных стратегий инвестирования и разработки новых подходов (С.48-49).

*В третьей главе «Пенсионная система Армении: причины реформирования и текущее регулирование»* рассматриваются основные причины перехода на накопительную пенсионную систему в РА. Интерес представляют выявленные автором основные риски накопительной пенсионной системы РА, в том числе, рыночный риск (С. 52). Для анализа инвестиционной стратегии, которую проводят управляющие фондами в

Армении, автором проведен анализ нормативных правовых актов, регулирующих инвестиционную политику и стратегию управляющих компаний в РА (С.53-61), на основе которого автор приходит к выводу, что в рамках имеющегося законодательства не существуют четких механизмов по стимулированию долгосрочных инвестиций в экономике страны, что снижает потенциал пенсионной системы в контексте формирования «долгосрочных финансовых ресурсов».

*В четвертой главе «Оценка фактической инвестиционной деятельности управляющих компаний пенсионными фондами РА»* на основе анализа структуры и динамики инвестиционных портфелей пенсионных фондов РА автор оценивает эффективность имплементации политики преобразования активов в долгосрочные финансовые ресурсы. Материал данной главы содержит достаточный для анализа эмпирический материал, позволяющий автору обосновать вывод о необходимости совершенствования нормативно-правовой базы как в контексте гарантирования долгосрочного благосостояния населения, так и формирования долгосрочных финансовых ресурсов в экономике (С.137-140). В рамках анализа вовлеченных в портфели консервативного и сбалансированного фондов управляющих компаний пенсионными фондами РА в контексте эффективности выбора соответствующих долевых ценных бумаг был проведен эконометрический анализ, который позволил выявить несоответствие уровня риска и доходности в инвестиционных портфелях пенсионных фондов, а также тот факт, что используемая стратегия не обеспечивает достаточный уровень защиты активов и стабильной доходности в долгосрочной перспективе.

*Раздел «Выводы и рекомендации»* содержит основные выводы по диссертационной работе и практические рекомендации в контексте улучшения деятельности пенсионных фондов и повышения эффективности всей пенсионной системы. Данные рекомендации затрагивают вопросы изменения законодательства, совершенствования текущей инвестиционной

деятельности со стороны управляющей компании пенсионных фондов и общей политики накопительной пенсионной системы.

Основными достоинствами данной диссертационной работы являются:

1. Логичное выстраивание исследования. На основе анализа теоретических воззрений на современные тенденции и вызовы управления пенсионными фондами в контексте формирования долгосрочных финансовых ресурсов в РА автор стремится доказать, что в условиях оправданного государственного вмешательства в регулирование указанных процессов необходимо более тщательно подходить к выбору методов и механизмов такого вмешательства с учетом прямых и косвенных эффектов, которые могут отразиться на эффективности управления пенсионными фондами Армении. Автор подкрепляет данный вывод сравнительным анализом пенсионных систем разных стран, как входящих в OECD, так и других юрисдикций. В результате данного анализа были выявлены основные инвестиционные стратегии по диверсификации портфелей в контексте инвестиционных инструментов.

2. Автор доказывает, что инвестиционная политика пенсионных фондов в Армении должна грамотно лавировать между рисками и доходностью, а правительство должно брать на себя регулирующую функцию и в законодательной форме определять рамки инвестиционной политики управляющих фондов.

3. На основе анализа деятельности управляющих пенсионными фондами «Amundi ACBA Asset Management» и «C-QUADRAT Ampega» в контексте изучения фондов, находящихся под их управлением, автор делает вывод, что деятельность фондов не соответствует критериям целесообразности, эффективности и фидуциарности, а инвестиционная политика не только не эффективна в контексте формирования долгосрочных финансовых ресурсов, но и одинакова для всех фондов.

3. Автор предлагает собственные практические рекомендации по изменению законодательства, совершенствованию текущей инвестиционной деятельности со стороны управляющей компании пенсионных фондов и общей политики накопительной пенсионной системы

### *Дискуссионные вопросы и замечания*

Вместе с тем, по материалам представленной диссертации есть ряд замечаний, пожеланий и дискуссионных вопросов, которые требуют уточнения:

1. С целью уточнения теоретических вопросов, рассматриваемых в диссертации, представляется целесообразным дать типологизацию источников «долгосрочных финансовых ресурсов» в экономике РА с учетом ее потребностей в долгосрочных инвестициях.

2. Автор отмечает, что государственное вмешательство в процесс управления пенсионными фондами всегда имеет разнонаправленное влияние и последствия (С.13). Следует уточнить: данный вывод автор делает с точки зрения оценки макро-или микроэкономической ситуации.

3. Автор отмечает, что разработана концепция преобразования активов накопительной пенсионной системы РА в долгосрочные финансовые ресурсы с использованием механизма оптимизации операционной деятельности управляющих компаний. Представляется целесообразным уточнить, что автор понимает под «концепцией» и что включается в данную концепцию.

4. Представляется целесообразным дать краткую оценку потенциала современного рынка капитала в формировании «долгосрочных финансовых ресурсов» в экономике РА.

5. Работа неравномерно структурирована, имеет ряд редакционных опечаток.

### *Заключение*

Диссертация Г.А. Мелконяна на тему: «Проблемы преобразования активов накопительной пенсионной системы в долгосрочные финансовые

ресурсы в РА» 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 Мелконяна Георгия Арамовича на тему: «Проблемы преобразования активов накопительной пенсионной системы в долгосрочные финансовые ресурсы в РА» 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:

заведующий Кафедрой банковского дела  
и монетарного регулирования Финансового факультета  
федерального государственного  
образовательного бюджетного учреждения  
высшего образования  
«Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»  
доктор экономических наук, профессор,  
докторская диссертация защищена по специальности  
08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

Марина Александровна Абрамова

«30» мая 2025 г.



Контактные сведения:

125167, г. Москва, Ленинградский просп.49/2  
Тел.: +7 (499) 503-47-75, доб. 40-68, [mabramova@fa.ru](mailto:mabramova@fa.ru)