

ՌՈՒՍ-ՀԱՅԿԱԿԱՆ (ՍԼԱՎՈՆԱԿԱՆ) ՀԱՄԱԼՍԱՐԱՆ

Ներսեսյան Վլադիմեր Վալերիի

**«ՊԱՅՄԱՆԱԳՐԱՅԻՆ ՆԵՐԴՐՈՒՄԱՅԻՆ ԻՆՍՏԻՏՈՒՏՆԵՐԻ
ԿԱՅԱՑՄԱՆ ՀԻՄՆԱԽՆԴԻՐՆԵՐԸ ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ
ՀԱՆՐԱՊԵՏՈՒԹՅՈՒՆՈՒՄ»**

Ը.00.03 – «Ֆինանսներ, հաշվապահական հաշվառում»
մասնագիտությամբ տնտեսագիտության թեկնածուի գիտական
աստիճանի հայցման ատենախոսության

ՍԵՂՄԱԳԻՐ

ԵՐԵՎԱՆ – 2025

РОССИЙСКО-АРМЯНСКИЙ (СЛАВЯНСКИЙ) УНИВЕРСИТЕТ

Нерсесян Владимир Валерьевич

**ПРОБЛЕМЫ СТАНОВЛЕНИЯ ИНСТИТУТОВ ПАЕВОВОГО
ИНВЕСТИРОВАНИЯ В РЕСПУБЛИКЕ АРМЕНИЯ**

АВТОРЕФЕРАТ

диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук по специальности
08.00.03 – «Финансы, бухгалтерский учет»

ЕРЕВАН – 2025

Ատենախոսության թեման հաստատվել է Ռուս-Հայկական (Սլավոնական) համալսարանում:

Գիտական ղեկավար՝

տնտեսագիտության դոկտոր, դոցենտ
Մարիամ Համբարձումի Ոսկանյան

Պաշտոնական ընդդիմախոսներ՝

Ռ-Դ ԳԱ թղթ. անդամ,
տնտեսագիտության դոկտոր
Միխայիլ Յուրիի Գուլովին

տնտեսագիտության թեկնածու
Էդգար Գագիկի Կարապետյան

Առաջատար կազմակերպություն՝

Հայաստանի պետական տնտեսագիտական
համալսարան

Պաշտպանությունը կայանալու է 2025 թվականի ապրիլի 15-ին, ժամը 14⁰⁰-ին, Ռուս-Հայկական (Սլավոնական) համալսարանում գործող Տնտեսագիտության թիվ 008 մասնագիտական խորհրդում:

Հասցեն՝ 0051, ք. Երևան, Հ.Էմինի 123:

Ատենախոսությանը կարելի է ծանոթանալ Ռուս-Հայկական (Սլավոնական) համալսարանի գրադարանում:

Սեղմագիրն առաքված է 2025 թ. մարտի 14-ին:

**008 մասնագիտական խորհրդի
գիտական քարտուղար՝**



**տ.գ.թ., դոցենտ
Ի.Բ. Պետրոսյան**

Тема диссертации утверждена в Российско-Армянском (Славянском) университете.

Научный руководитель:

доктор экономических наук, доцент
Восканян Мариам Амбарцумовна

Официальные оппоненты:

чл.-корр. РАН, доктор экономических наук
Головнин Михаил Юрьевич

кандидат экономических наук
Карапетян Эдгар Гагикович

Ведущая организация:

Армянский государственный экономический университет

Защита состоится 15-ого апреля 2025 г., в 14⁰⁰, на заседании Специализированного совета 008 по экономике при Российско-Армянском (Славянском) университете по адресу: 0051, Ереван, ул. О.Эмина 123.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке Российско-Армянского (Славянского) университета.

Автореферат разослан 14-ого марта 2025 года.

**Ученый секретарь
Специализированного совета 008**



**к.э.н., доцент
И.Б. Петросян**

ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования. В современной глобальной экономике все большее внимание уделяется развитию малых и средних предприятий (МСП), поскольку эти организации играют важнейшую роль в обеспечении экономического роста и конкурентоспособности экономики. Хорошо функционирующая финансовая система необходима для эффективного распределения и аккумулирования финансовых ресурсов в экономике. Однако финансовая система, в которой функционируют только традиционные финансовые институты, обладает недостатками, по причине которых малые и средние предприятия (МСП) и передовые отрасли экономики сталкиваются с проблемой недостаточности капитала.

Частный бизнес является фундаментом рыночной экономики, определяющим ее рост и развитие. В этой связи развитие всей экономической системы тесно связано с развитием МСП. По мере того, как экономика переходит к инновационному росту, важность финансовой поддержки таких предприятий становится все более очевидной, что побуждает правительства многих стран корректировать соответствующим образом фискальную политику.

Процесс перехода на инновационный путь развития, начавшийся в развитых странах, значительно усилил роль финансовой составляющей в его обеспечении, одновременно увеличилась роль государства, и ряд стран стал рационализировать государственную политику в отношении частного сектора. Последовательная долгосрочная политика позволила увеличить предложение финансовых средств. Отчасти это выражается в виде предоставления государственных грантов, займов, гарантий и налоговых льгот. При этом комплексная поддержка актуальна на всех стадиях инновационного цикла: от стадии исследования до создания компании и вывода высокотехнологичных товаров на рынок.

Одной из главных проблем на ранних этапах функционирования компаний является проблема финансирования. Для большинства финансовых институтов проекты инвестирования в молодые компании являются неприемлемыми по уровню риска. Вследствие этого они предпочитают инвестировать в компании на более поздних этапах развития, что создает неравномерное распределение свободных ресурсов на разных этапах развития предприятий. Это зачастую приводит к дефициту финансовых средств на ранних стадиях развития, и при отсутствии государственных грантов по поддержке стартапов, дефицит средств может стать барьером для зарождения и развития новых компаний в экономике. Сочетание необходимости инвестирования в исследования и разработки, преобладания нематериальных активов в общей структуре активов, отрицательных доходов, неопределенных перспектив развития и отсутствия проверенного опыта, являющихся характерными чертами молодых предприятий, приводит к неприемлемо высокому уровню риска для традиционных финансовых институтов и долгового финансирования, что делает паевые институты финансирования уникальным решением.

Изучение финансовой системы Армении позволяет сделать вывод о том, что в ней существует ряд важных системных проблем, выражающихся в полном доминировании институтов долгового финансирования и вызывающих провалы рынка. В этой связи, необходима разработка новых концепций и механизмов, призванных не только решить проблему финансирования компаний, но и обеспечить условия для долгосрочного экономического роста и развития страны.

Цель и задачи исследования. Целью представленного к рассмотрению диссертационного исследования является анализ современного состояния финансовой системы Армении, выявление основных существующих в ней проблем, а также разработка перспектив для развития паевых институтов финансирования в контексте обеспечения устойчивого экономического роста.

Для достижения поставленной цели в диссертационном исследовании были поставлены и решены следующие **задачи**:

1. Провести анализ научных исследований, посвященных тематике, с целью определения роли паевых институтов финансирования в современной экономике;
2. Провести сравнительный анализ паевого и долгового финансирования с целью выявления их положительных и отрицательных характеристик, а также их влияния на экономику на макро- и микроэкономическом уровнях;
3. Изучить основные инструменты паевого инвестирования и возможности их внедрения;
4. Осуществить ретроспективный анализ, определить основные тренды и ключевые факторы развития паевого инвестирования в разных странах мира;
5. Определить потенциально возможную долгосрочную цель внедрения паевых институтов финансирования и провести корреляционную, регрессионную, сравнительную и экстраполяционную проверку значимости цели для экономики;
6. Изучить современное состояние, проблемы и возможности внедрения паевых институтов финансирования в экономике Республики Армения;
7. Разработать концепцию и рекомендации по внедрению паевых инструментов финансирования на примере Республики Армения.

Базовая гипотеза исследования заключается в том, что существует необходимость в разработке и внедрении паевых способов финансирования компаний в дополнение к традиционным методам финансирования.

Объект и предмет исследования. Объектом исследования является совокупность инвестиционных фондов, государственных механизмов регулирования и компаний-реципиентов во взаимодействии. Предметом исследования являются инструменты коллективного инвестирования, механизмы их стимулирования и регулирования.

Теоретико-методологические основы исследования. Исследование опиралось на теоретическую и методологическую базу, сформированную на основе

законодательной и нормативной базы Республики Армения. Был проведен анализ теоретических и практических результатов в рамках тематики, полученных как зарубежными, так и отечественными учеными.

Информационной базой исследования послужили базы данных Национального статистического комитета и Центрального банка Республики Армения, центральных банков и статистических служб различных стран мира, а также международных экономических организаций, таких как Организация экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) и Всемирный банк. Кроме того, в анализ были включены расчеты, полученные автором самостоятельно в ходе исследования.

В исследовании использовались как общенаучные методы исследования, такие как, подбор и анализ литературы по теме исследования, ретроспективный анализ, так и специальные: сравнительный и системный анализ, графический метод, инструменты эконометрического и статистического анализа, а также другие методы сбора и обработки данных. В частности, расчеты и построение эконометрических моделей проводились с использованием пакета прикладных программ «Ms Excel».

Научная новизна исследования. К наиболее важным результатам диссертационного исследования, содержащим научную новизну, относятся следующие:

1. Апробирована совокупность Z-модели Альтмана и набора коэффициентов покрытия для расчета влияния структуры капитала на показатели финансовой устойчивости на примере армянских компаний;
2. Разработана модель поэтапного внедрения институтов паевого финансирования в Республике Армения как инструмента стратегического инновационного развития экономики с учетом исторических и географических особенностей;
3. Разработана регрессионная модель для оценки влияния инновационного развития на экономику Республики Армения на основе взаимосвязи между инструментами долевого финансирования, инновационным развитием, и экономическим ростом.

Практическая значимость и внедрение результатов. Теоретическая значимость исследования выражается в оценке текущего состояния финансирования компаний в РА, и предложенных рекомендациях по созданию фундаментальных основ для долгосрочного стратегического развития экономики страны.

Практическая значимость исследования заключается в возможности практического применения сформулированных рекомендаций в процессе разработки и реализации программ, направленных на развитие институтов паевого финансирования.

Апробация и публикация результатов исследования. Основные положения диссертационного исследования были доложены на секциях международных научных конференций, на ежегодных научно-методических и научно-практических конференциях Российско-Армянского университета, Санкт-Петербургского

политехнического университета Петра Великого, а также были опубликованы в периодических научных журналах и сборниках научных трудов. Основные результаты исследования отражены в шести научных трудах, опубликованных в журналах, входящих в список КВОН РА и ВАК РФ.

Структура и объем диссертационной работы. Диссертационное исследование состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы и приложений. Содержание исследования изложено на 151 странице, содержит 30 рисунков и 14 таблиц.

ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ ДИССЕРТАЦИИ

Во **введении** работы обоснована актуальность темы диссертационной работы, представлена характеристика степени научной разработанности изучаемой проблемы, определены цель и задачи исследования, выделены объект, предмет и экспериментальная база исследования, выявлены теоретико-методологические основы, инструменты, информационно-эмпирическая база исследования, сформулированы научная новизна результатов исследования, раскрыта теоретическая значимость и научно-практическая ценность результатов исследования, представлены объем и структура диссертационного исследования.

В **первой главе исследования «Теоретические основы паевого финансирования»** рассматривается устоявшаяся парадигма паевого финансирования для населения разных стран и регионов мира. Выявляются различия в отношении к сбережениям между населением западных стран и стран постсоветского пространства.

На основе базы существующих исследований, осуществлено разделение всех инструментов финансирования на две укрупненные группы: долевые (паевые) и долговые. Изучаются основные понятия, а также проводится сравнительный анализ преимуществ и недостатков этих двух групп.

Исследование подчеркивает ключевую роль доверия к финансовым системам, примером чего в регионе может служить эпоха долгосрочных инвестиций в СССР, чему способствовали сберегательные книжки и стабильная экономическая ситуация. Однако распад Советского Союза вызвал кризис доверия, унаследованный образовавшимися республиками, побудив граждан прибегнуть к практике физического накопления сбережений в форме наличных денег, иностранной валюты или драгоценных металлов, в то время как в странах с развитым фондовым рынком, напротив, приоритет отдавался активному участию в инвестиционной деятельности¹, о чем говорит высокий показатель доли акций в сбережениях населения. Банковские депозиты рассматриваются как инструмент диверсификации и защиты активов, что в совокупности формирует более динамичный финансовый ландшафт.

¹ Адамова К.Р., Взаимные фонды: теория и практика. Российский и зарубежный опыт // Финансы и кредит, 2004. № 18. С.48-52.

Также в исследовании показаны различия в подходах к институциональным инвестициям в США, Канаде и Японии. В этих странах развиваются пенсионные системы с активным участием граждан, и особое внимание уделяется инвестициям в местные компании и частные фонды, такие как паевые инвестиционные фонды. Раскрывается взаимосвязь между государственной политикой, финансовой грамотностью и инвестиционным поведением, подчеркивается их воздействие на экономическое развитие.

В контексте изучения вопроса паевых инвестиций формулируются две важнейшие взаимосвязанные концепции: формирование долгосрочных финансовых средств в экономике страны и развитие национальных компаний в высокоэффективных направлениях, которые в совокупности являются локомотивом развития экономики и служат увеличению благосостояния населения.

В постсоветских странах такие сферы, как строительство, сельское хозяйство и сфера недвижимости, играют системообразующую роль, но при этом сильно зависят от долгового финансирования по сравнению со странами с более развитой финансовой системой и рынками капитала. Такая зависимость порождает риски нестабильности в периоды сокращения предложения заемного капитала.²

Изученные исследования показывают, что отрасли, зависящие от долгового финансирования, испытывают больше трудностей во время неблагоприятных кредитных циклов, что влияет на взаимосвязь между реальным и финансовым секторами.^{3,4} В странах СНГ неразвитость рынков капитала препятствует внедрению инструментов долевого финансирования, что приводит к доминированию долговых инструментов в экономике. Также в работе приводится сравнение финансовой зависимости РФ и европейских стран от долгового финансирования по секторам экономики.

В настоящем исследовании рассматривается эволюция структур корпоративного финансирования в Еврозоне за последние два десятилетия и освещаются меры, принятые для снижения уязвимости финансовой системы. Проводится сравнительный анализ с США, где рыночные инструменты, в частности, публично торгуемые акции, играют центральную роль в корпоративном финансировании. Исследование показывает, что такая направленность способствовала более быстрому восстановлению экономики в США по сравнению с ЕС.⁶

² Аналитическая записка Департамента исследований и прогнозирования Банка России, Отраслевые особенности долгового финансирования в России и уязвимость к финансовым шокам // ЦБ РФ. 2018. 10 страниц.

³ M. Braun, B. Larrain, Finance and the Business Cycle: International, Inter-Industry Evidence // The Journal of Finance, 2005, Vol. 60, No. 3, pp. 1097-1128.

⁴ R. Kroszner, D. Klingebiel, Banking Crises, Financial Dependence and Growth // Journal of Financial Economics, 2007. Vol. 84. pp. 187-228.

⁵ G. Dell'Ariscia, E. Detragiache, The real effect of banking crises // Journal of Financial Intermediation. 2008. Vol. 17, pp. 89-112.

⁶ See J. Allard, and R. Blavy, Market Phoenixes and Banking Ducks, Are Recoveries Faster in Market-Based Financial Systems? // IMF Working Paper. 2011, No. 11/213. 27 pages.

В исследовании используются оценки МВФ, которые показывают, что способность рынка поглощать шок в 50 штатах США и 10 провинциях Канады примерно в четыре раза выше, чем в ЕС. В частности, анализ показывает, что падение темпов роста ВВП на один процентный пункт приводит к среднему сокращению потребления домохозяйств на 80 базисных пунктов в ЕС по сравнению с 18 базисными пунктами в США. Кроме того, показано, что только 16 базисных пунктов внутренних шоков роста сглаживаются через каналы рынка капитала и кредитования в ЕС по сравнению с 72 базисными пунктами в США. В исследовании также отмечается, что до 40% сбережений домохозяйств в ЕС хранятся в виде банковских депозитов, тогда как в США эта доля составляет лишь десятую часть от совокупных сбережений.⁷

В исследовании подчеркивается глобальный переход от традиционных методов финансирования к моделям финансирования на основе акционерного капитала и альтернативным моделям финансирования. Это подчеркивает необходимость изучения диверсификации типов финансирования, стимулирования фондов долевого инвестирования и привлечения иностранного капитала от крупных инвесторов на национальные рынки. Далее в работе исследуются эволюция подходов к осуществлению долевого финансирования, а также механизмы, призванные стимулировать развитие институтов долевого финансирования. Классифицируются и анализируются существующие виды долевого финансирования с особым вниманием к их отличительным чертам, преимуществам и ограничениям.⁸

В заключительной части первой главы рассматривается сложная взаимосвязь между финансовым рычагом и финансовыми показателями компаний, сфокусированная на влиянии долгового финансирования на стабильность и потенциал роста компании. Финансовый рычаг дает ряд преимуществ, таких как увеличение прибыли и снижение стоимости долга за счет налоговых льгот.^{9,10} Однако он также несет в себе значительные риски, включая возможность непропорциональных потерь и усиления финансовой нестабильности, особенно во время экономического спада или при повышении процентных ставок.¹¹ Факторы риска и влияния финансового рычага на стабильность компаний были изучены подробнее в работе на основе исследований.

В работе изучена Z-модель Альтмана для количественной оценки финансового состояния компании и риска банкротства. Z-модель объединяет финансовые

⁷ Thomsen P., On Capital Market Finance in Europe // Speech at the London School of Economics. 2019, <https://www.imf.org/en/News/Articles/2019/06/25/sp061419-on-capital-market-finance-in-europe>

⁸ Нерсесян В., Восканян М., Карапетян А., Назарян С., Инновации в финансовой системе: современные пути эволюции // Вестник РАУ. № 3. С. 76-88.

⁹ Santos L. L., Gomes C., Lisboa I., The impact of macroeconomic factors on the hotel industry through the financial leverage trends: The Portuguese case // Research Anthology on Macroeconomics and the Achievement of Global Stability. 2023. 18 pages.

¹⁰ Akhtar, M., Yusheng, K., Haris, M. et al., Impact of financial leverage on sustainable growth, market performance, and profitability // Econ Change Restruct. 2022. pp.737-774.

¹¹ Sahminan S., Impacts of global financial conditions on non-financial corporate leverage in Indonesia // Bank Indonesia. 2021. WP 14. 25 pages.

коэффициенты, которые в совокупности дают комплексную оценку ликвидности, прибыльности, левериджа, платежеспособности и эффективности.¹² В исследовании также рассматриваются другие ключевые финансовые коэффициенты, включая отношение долга к капиталу (D/E), коэффициент покрытия активов (ACR), коэффициент покрытия процентов (ICR) и коэффициент покрытия расходов на обслуживание долга (DSCR), для оценки адекватности долгового финансирования и его влияния на результаты деятельности компании.

Кроме того, в главе изучается вариативность структуры капитала в различных отраслях и странах. Подчеркивается, что оптимальный уровень финансового рычага зависит от целого ряда факторов, включая рыночную конъюнктуру, нормативно-правовую базу и допустимый уровень риска. Анализ показывает, что, хотя финансовый рычаг может способствовать увеличению капитала и поддержке стратегического роста, чрезмерная зависимость от долга может подорвать финансовую жизнеспособность и долгосрочную устойчивость компании.¹³

В главе уделяется особое внимание необходимости сбалансированного подхода к структуре капитала, при котором преимущества долгового финансирования взвешиваются с потенциальными рисками. Эффективное управление финансовым рычагом имеет решающее значение для максимизации акционерной стоимости и поддержания устойчивого финансового положения. Полученные результаты способствуют более глубокому пониманию того, как компании могут ориентироваться в сложностях корпоративного финансирования для достижения оптимальной производительности и стабильности.

Первый параграф второй главы «Паевое финансирование: тенденции и мировой опыт» исследует ключевую роль институтов долевого финансирования в международной практике. Сравнительный анализ США и ЕС позволяет выявить ключевые факторы и тенденции, способствующие успешной интеграции этих инструментов. Зрелость рынка капитала страны отражает эффективность, прозрачность и доступность финансовой системы, позволяя компаниям привлекать средства, повышая доверие инвесторов и ликвидность. Развитые страны, такие как США, Великобритания и Япония, имеют высоколиквидные рынки и разнообразные инвестиционные возможности благодаря таким крупным биржам, как NYSE и LSE, в то время как развивающиеся рынки часто сталкиваются с низкой ликвидностью и волатильностью, но предлагают высокую доходность и диверсификацию. Рост рынков капитала часто обусловлен приватизацией, развитием новых секторов и увеличением иностранных инвестиций.

В работе подчеркиваются проблемы, с которыми сталкиваются малые и средние предприятия (МСП), и их значение для экономического роста. В развивающихся странах, где финансовый сектор, как правило, характеризуется

¹² E. Altman, An emerging market credit scoring system for corporate bonds // Emerging Markets Review. 2005. Vol. 6. pp. 311-323.

¹³ J. Wet, Determining the Optimal Capital Structure: A Practical Contemporary Approach // Meditari Accountancy Research. 2006. Vol. 14 No. 2. pp. 1-16.

выраженными недостатками, которые ограничивают доступ к финансированию, альтернативное финансирование может служить стабильным долгосрочным источником для молодых компаний.¹⁴ Банковское финансирование по-прежнему играет важную роль для МСП, но, несмотря на это, в ходе исследования становится ясно, что ограничения, связанные с традиционными видами финансирования, сдерживают рост МСП. Высокотехнологичные стартапы, зависящие от нематериальных активов, сталкиваются с острыми финансовыми проблемами из-за невозможности предложить нематериальные активы в качестве залога при привлечении средств посредством традиционных долговых инструментов.¹⁵ Этот вопрос находится в центре внимания для экономик, нацеленных на долгосрочный рост.¹⁶

По оценкам Международной финансовой корпорации (IFC), около 65 миллионов фирм, или 40% официальных микро-, малых и средних предприятий (ММСП) в развивающихся странах, испытывают ежегодную потребность в финансировании в размере 5,2 триллиона долларов США. Это в 1,4 раза превышает текущий уровень мирового кредитования МСП. Объем дефицита существенно различается по регионам.¹⁷

Изучение мирового опыта и факторов развития паевых институтов, отмечается роль прозрачности, защиты инвесторов и корпоративного управления в опыте США. Законодательство времен Великой депрессии укрепило фондовые рынки благодаря строгим требованиям к раскрытию информации, созданию Комиссии по ценным бумагам и биржам и разделению коммерческих и инвестиционных банков в соответствии с законом Гласса-Стиголла, что способствовало росту количества частных игроков, таких как инвестиционные банки, и повысило надежность рынка капитала.¹⁸

Особое место в развитии паевых институтов в США занимали постоянная апробация новых инновационных решений в области диверсификации и управления рисками. Диверсифицированные портфели и индексные взаимные фонды произвели революцию в инвестиционных стратегиях.¹⁹ Инициативы по повышению финансовой грамотности сыграли ключевую роль в повышении осведомленности инвесторов в США, чему способствовали образовательные кампании, проводимые регуляторами и отраслевыми ассоциациями.

¹⁴ World Bank, G-20 SME Finance Policy Guide // 2011. pp. 9-22.

¹⁵ Abraham, F., and Schmukler, S. L., Addressing the SME finance problem // World Bank Research and Policy Briefs. No. 120333, 4 pages.

¹⁶ Asian Development Bank–OECD, Study on Enhancing Financial Accessibility for SMEs // 2014. pp. 17-18. 53. 141-143.

¹⁷ World Bank, Small and Medium Enterprises (SMEs) Finance: Improving SMEs' Access to Finance and Finding Innovative Solutions to Unlock Sources of Capital // 2019. <https://www.worldbank.org/en/topic/sme/finance>

¹⁸ Нерсисян В., Восканян М., Карапетян А., Назарян С., Эволюция законодательного и налогового-бюджетного регулирования долевых видов финансирования США // Вестник РАУ, 2023, № 4, С. 14-27.

¹⁹ Markowitz, H.M., Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments // Yale University Press, 1970, pp. 351.

Такая политика, нацеленная на развитие долевых инвестиций, позволила США стать мировым лидером в области финансирования компаний. Только по показателю количества взаимных фондов США достигли отметки более семи тысяч в 2022 году. На сегодняшний день в Соединенных Штатах более 58% населения участвуют в инвестициях в акционерный капитал. Такое участие способствовало аккумулярованию и направлению внутренних финансовых ресурсов страны на инвестиции в передовые секторы экономики. По данным Всемирного банка к 2022 году рыночная капитализация американского долевого финансирования достигла 40,4 трлн. долларов, что составляет около 40% мирового рынка. Этот показатель делает США главным мировым лидером в этой области.²⁰

В работе изучаются европейский подход к финансированию предприятий, основные различия с подходом, используемым в США, на основе анализа показателя соотношения объемов банковских кредитов и объемов рынка ценных бумаг к валовому национальному доходу, и причины возникновения данных различий.²¹ Исследование показывает, что имеются попытки смещения внимания еврозоны с долгового на долевого финансирование для устранения недостатков и повышения устойчивости долгосрочной модели финансирования.²²

Обобщая опыт США и ЕС в развитии долевого финансирования, можно сделать несколько выводов. Один из выводов заключается в том, что там, где банковская система испытывает трудности, рынок капитала может надежно поддерживать приток финансирования для предприятий в реальном секторе экономики. В определенном сегменте финансового сектора банки и рынки капитала могут быть взаимозаменяемы.

В США основным препятствием для долгового финансирования предприятий национального масштаба была фрагментированная банковская система. Институты и каналы долевого финансирования смогли направлять средства в обход такого барьера.²³

Другой немаловажный фактор – это обеспечение достаточного предложения финансовых средств на рынке капитала. Опыт США показывает важность участия частных игроков, которые выигрывают от создания надежных рынков капитала. Рост благосостояния граждан и приток пенсионных накоплений создают пулы капитала, которые при соответствующем содействии могут поступать на рынки ценных бумаг для инвестиций в национальные проекты.²⁴ Ключевыми участниками являются

²⁰ SIFMA, Capital Markets Fact Book // SIFMA Research. 2023. pp. 6-9.

²¹ R. Goldsmith, Comparative National Balance Sheets: A Study of Twenty Countries, 1688-1978 // Southern Economic Journal. 1986. Vol. 53. No. 1. pp. 289-290.

²² Jeffrey N. Gordon, Kathryn Judge, The Origins of a Capital Market Union in the United States // Law Working Paper. 2018. No. 395. 27 pages.

²³ Naomi R. Lamoreaux, Bank Mergers in Late Nineteenth-Century New England: The Contingent Nature of Structural Change // Journal Economic History. 1991, Vol. 51. pp. 537-557.

²⁴ Нерсесян В.В., Восканян М.А., Карапетян А.А., Назарян С.А., Глобальный опыт развития институтов паевого инвестирования // Банковское дело. 2024. № 5. С. 60-69.

институциональные инвесторы, к которым относятся страховые и пенсионные фонды, которые финансируют большую часть предложения.

Во втором параграфе второй главы исследуются основные перспективы применения институтов паевого финансирования для Республики Армения. Как и любой другой инструмент, паевые инвестиции не должны рассматриваться как самоцель при решении вопроса о его реализации. Помимо изученных преимуществ, таких как стимулирование экономического роста, укрепление финансовой устойчивости и оптимизация распределения капитала в системе, в данном исследовании также рассматриваются возможные стратегические экономические цели развития Армении и оценивается применимость паевых инвестиционных фондов для достижения этих целей. Учитывая географические, социальные и геополитические особенности Армении, сектор высоких технологий и инноваций представляется наиболее перспективным сектором для повышения глобальной экономической конкурентоспособности страны.

Неравенство в экономическом развитии разных стран часто объясняется различиями в доступности природных ресурсов – одного из факторов экономического роста. В то время как богатые ресурсами страны исторически использовали свои ресурсы для стимулирования экономики, страны с дефицитом ресурсов сталкиваются с проблемами обеспечения устойчивого роста.

Многочисленные примеры иллюстрируют преобразующее воздействие инноваций на экономику стран с ограниченными ресурсами. Такие страны, как Сингапур, Южная Корея и Израиль, демонстрируют, как приоритет инноваций позволяет им преодолеть указанные ограничения и стать глобальными инновационными центрами, используя человеческий капитал и предпринимательскую способность для устойчивого роста.

Как следует из первой главы данного исследования, развитие инновационных предприятий в долгосрочной перспективе неразрывно связано с наличием инструментов долевого финансирования. Такой доступ к капиталу позволяет инновационным стартапам и компаниям привлекать лучших специалистов, инвестировать в исследования и разработки, расширять свою деятельность и выводить на рынок революционные продукты и услуги.

В рамках исследования, для создания всеобъемлющей концепции внедрения паевых институтов и ее практического применения в Республике Армения, был проведен регрессионный анализ для оценки потенциальной степени влияния инноваций на экономическое развитие и применимости в качестве конечной цели внедрения долевых инструментов финансирования.

Научная литература, посвященная изучению влияния инноваций на экономическое развитие, довольно обширна. Некоторые работы посвящены положительным связям между экономическими и инновационными аспектами на

микроуровне, например, между инновациями, производительностью и экспортом компаний²⁵, между НИОКР и производительностью.²⁶

Однако в рамках данного исследования проверяется гипотеза о взаимосвязи между показателями инновационного развития и ВВП на душу населения. В выборку были включены 27 стран, с соответствующими показателями в период с 2013 года по 2019 год. Данный период был выбран не случайно, и выбор объясняется стремлением минимизировать влияние экзогенных факторов на рассматриваемую модель.

Прежде всего, этот диапазон позволяет провести анализ в период относительной экономической стабильности, исключая влияние значительных глобальных кризисов. Начало исследуемого временного периода – 2013 год, что обеспечивает достаточный период восстановления после финансового кризиса 2008 года. Во-вторых, окончание периода в 2019 году позволяет исследованию избежать воздействия на показатели кризиса COVID-19.

Результаты регрессионного анализа, проведенные в исследовании, показывают значительную и положительную связь между ВВП на душу населения и ГИ. Коэффициент детерминации R-квадрат, равный 0,79, показывает, что примерно 79% вариации зависимой переменной объясняется независимой переменной ГИ, что свидетельствует о достаточно хорошем качестве модели. Что касается значимости модели, то F-статистика 702,22 с соответствующим значением 3,16902E-65 подчеркивает общую значимость регрессионной модели, крайне низкое р-значение указывает на то, что предиктор вносит значительный вклад в изменчивость зависимой переменной.²⁷

В целом, регрессионная модель демонстрирует высокую степень объясняющей способности. Эти результаты свидетельствуют о том, что модель обеспечивает надежную основу для понимания и прогнозирования одного из основных макроэкономических показателей на основе Глобального инновационного индекса, тем самым подтверждая гипотезу о применимости инновационного вектора для стратегического развития экономики. С учетом экспоненциальной зависимости и текущего положения Армении в индексе глобального инновационного развития (25-30 по индексу ГИ), увеличение независимой переменной ГИ на единицу соответствовало бы увеличению ВВП на душу населения примерно на 7%.

На основе регрессионной модели, полученной в ходе анализа, можно сделать вывод, что стимулирование инноваций является эффективным инструментом для стратегического развития экономики РА. Это подтверждает гипотезу о значительном влиянии уровня национальных инноваций на экономическое развитие, что подчеркивает важность имплементации такой системы аккумуляции и

²⁵ B. Cassiman, E. Golovko, E. Martinez-Ros, Innovation, exports and productivity // International Journal of Industrial Organization. 2010. Vol. 28. pp. 372-376.

²⁶ Kuen-Hung Tsai, Jiann-Chyuan Wang, R&D Productivity and the Spillover Effects of High-tech Industry on the Traditional Manufacturing Sector: The Case of Taiwan // World Economy. 2004. Vol. 27. No. 10, pp.1555-1570.

²⁷ Нерсисян В., Инновации как фактор экономического роста: регрессионный анализ мировых экономик // Научно-аналитический журнал «Регион и мир». 2024. № 4. С. 213-218.

инвестирования средств, которая позволит развивать экономически эффективные направления для достижения устойчивого экономического развития.

На примере Израиля, как страны похожей на Армению по ряду факторов (исторический, географический, геополитический контекст), был проведен анализ опыта, а также непосредственных механизмов создания с нуля и развития институтов паевого финансирования, сконцентрированного на инновационной сфере экономики.

Подчеркиваются особенности Израиля в этом процессе, способствовавшие его успеху. Во-первых, государство играло важную, но в то же время адаптируемую роль в развитии национальной инновационной системы. Хотя государственные структуры активно содействовали инновациям, они не являлись единственными движущими силами инновационной экосистемы страны.²⁸

Во-вторых, можно подчеркнуть отлаженную систему передачи технологий из академических кругов в промышленность, что обеспечивает постоянный приток новых, зачастую новаторских идей со значительным рыночным потенциалом. Этот непрерывный поток инноваций поддерживает множество стратегических направлений в экономике (ВПК, интенсивное аграрное производство, и т.д.), поддерживая глобальное влияние страны на технологической арене.²⁹

В-третьих, способность Израиля к коммерциализации технологий создала благоприятную среду для процветания малых инновационных предприятий, известных как стартапы. Этот феномен вывел Израиль в мировые лидеры по распространению стартапов, что привлекло крупные транснациональные корпорации к созданию в стране центров исследований и разработок. Такая динамика фактически превратила Израиль в глобальный инкубатор для развивающихся технологий.³⁰

В-четвертых, на протяжении всей своей истории Израиль демонстрировал удивительную способность эффективно использовать и интегрировать вышеупомянутые факторы развития в свою общую стратегию государственного и общественного развития – национальной идеи. В отличие от других стран, Израиль стремился развивать свои партнерские отношения с транснациональными корпорациями именно по этой траектории.

В третьем параграфе второй главы изучается опыт частного фонда фондов для выявления ключевых выводов и рекомендаций по интеграции такой модели в систему финансирования предприятий. Значимым, в данном контексте, является опыт «Kauffman Foundation» в формировании институционального портфеля и венчурных инвестиций. Такой опыт способен помочь в выявлении ключевых подходов и механизмов для определения оптимального сценария развития как структуры фонда фондов, так и венчурных фондов, которые были рассмотрены в предыдущей части главы.

²⁸ M. Trajtenberg, Government Support for Commercial R&D: Lessons from the Israeli Experience // Innovation Policy and the Economy. 2002. Vol. 2. pp. 79-134.

²⁹ Д. А. Марьясис. Факторы успешного инновационного развития Израиля // Финансы и бизнес. 2016. № 1. С. 51-64.

³⁰ В.А. Мельянцев (2021), Инновация как фактор развития Израиля // Вестник МГИМО. 2021. № 14. С. 154-163.

На сегодняшний день более пятисот стипендиатов образовательной программы этого фонда управляют инновационными проектами, связанными с паевым финансированием, в правительстве, корпорациях, университетах и стартапах 40 стран. К 2013 году ими было вложено более 6 млрд. долларов венчурного капитала, что вызвало соответствующий рост количества компаний, привело к 15 млрд. долл. ежегодного дохода и созданию тысяч рабочих мест. Именно поэтому опыт данной глобальной организации имеет особенное применение при изучении конкретных механизмов для развития паевых институтов в Армении.

Проведенный анализ венчурного портфеля и сгенерированных им данных привели к формулированию следующих рекомендаций и выводов по работе с моделью фонда фондов:

- Оценка венчурных фирм на основе показателей «Top-Quartile», «Vintage-Year» и пиковой IRR являются неинформативными и могут вводить в заблуждение. Дополнительно должны быть учтены показатели TVPI, PME и итоговой IRR;

- Минимальные требования по формированию венчурного капитала не всегда приводят к соответствующей доходности. Помимо норматива по минимальному объему венчурного капитала, необходим пруденциальный надзор над принятием инвестиционных решений институциональными инвесторами для оценки адекватности инвестиционного проекта;

- Период жизненного цикла венчурного фонда часто превышает десять лет. Фонды венчурного капитала структурированы так, чтобы инвестировать капитал в течение пяти лет и возвращать весь капитал в течение десяти лет, но мы видим, что существует тенденция, согласно которой средний жизненный цикл венчурного фонда увеличился по сравнению с общепринятым показателем и длится от двенадцати до пятнадцати лет;

- Существует значимая отрицательная связь между объемом капитала, располагаемым венчурным фондом, и генерируемой доходностью. В портфеле организации нет фондов, которые привлекли бы более 500 миллионов долларов и вернули более чем двукратный объем инвестированного капитала после уплаты комиссий.³¹

В третьей главе исследования «Паевое финансирование в Армении: проблемы и перспективы» проводится анализ текущего состояния финансовой системы РА.

Распределение активов в финансовой системе Армении указывает на неравномерное развитие финансовых институтов, с выраженным смещением внимания на традиционные долговые институты финансирования в лице банков.

Было выявлено, что Центральный банк проводит жесткую политику по отношению к банковской системе, ограничивая потенциал активных операций банков, что, по своей сути, является основным каналом подпитки реального сектора

³¹ Нерсисян В., Оценка модели фонда фондов: анализ опыта фонда Кауфмана // Научно-аналитический журнал «Регион и мир». 2024. № 5. С. 136-144.

экономики финансовыми ресурсами, и подчеркнуто несоответствие традиционных способов финансирования требованиям молодых инновационных предприятий.

Исходя из исследования «The Global Competitiveness Report», в 2019 году Армения заняла 69 место в рейтинге глобальной конкурентоспособности экономик, набрав 61,28 баллов из 100. Согласно отчету, конкурентные недостатки Армении включают низкий уровень развития рынка капитала, низкий уровень социального капитала, человеческий капитал, транспортную зависимость и др. Показатель доступа малого и среднего бизнеса к финансовым ресурсам составил 51,8 из 100, а доступ к венчурному капиталу – 38,5 из 100.³² Согласно «SME Finance Forum», управляемому Международной финансовой корпорацией (IFC), входящей в группу Всемирного банка, формальный дефицит финансирования ММСП в Армении на 2018 год составлял 1,15 миллиарда долларов при общем дефиците МСП в 1,27 миллиарда долларов США.³³

Таким образом, становится ясно, что вопрос внедрения альтернативных способов финансирования предприятий является актуальным вопросом для экономики Армении.

В работе уделено внимание анализу основных субъектов, непосредственно задействованных в механизме долевого финансирования: институциональным инвесторам, инвестиционным фондам, компаниям целевого инвестирования. Таким образом, проблемы данной отрасли рассматриваются с двух позиций: с макроэкономической и микроэкономической.

Исходя из полученных во второй главе результатов, одними из основных факторов развития долевого финансирования являются: нормативно-правовая база, которая не только регулирует отрасль, но и стимулирует ее активный рост; соответствующий уровень развития макроэкономической среды и рынка капитала; финансовая грамотность населения; благоприятная инвестиционная среда; наличие и постоянное развитие необходимой инфраструктуры.

В работе была изучена нормативно-правовая база, являющаяся основой для функционирования любой отрасли экономики, а также то, в какой мере нормативы соблюдаются и защищаются. Необходимо признать, что в Армении существует проблема имплементации и защиты базовых инклюзивных институтов рыночной экономики. Полное и повсеместное функционирование институтов защиты конкуренции, защиты интеллектуальных прав, контрактного принуждения и т.д., – является основой для развития рыночной экономики.

В рамках исследования был проведен сравнительный анализ регуляторов инвестиционных фондов в РА и США, с выделением особенностей в подходах Центрального депозитария и Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC) и выявлением положительных и отрицательных сторон данных подходов и тех рисков, которые они в себе несут.

³² WEF, The Global Competitiveness Report 2019 // World Economic Forum. 2019. pp. 62-65.

³³ European Commission, 2021 SME Country Fact Sheet: Armenia // 2021. pp. 1.

Изучено законодательное регулирование деятельности предприятий по части корпоративной структуры в РА, на основе минимального размера уставного капитала и требований к предоставлению отчетности, отмечая ограничивающий эффект для открытых акционерных обществ (ОАО) в совокупности с низким уровнем корпоративного управления. Выделены преобразующая роль государства в процессе стимулирования компаний к выходу на рынок капитала и конкретные примеры из опыта других стран.

Отдельное внимание уделено регулированию деятельности и финансовым результатам институциональных инвесторов в РА – пенсионных фондов.³⁴³⁵ Проведен анализ инвестиционных портфелей и структуры активов фондов, в сравнении с установленными нормативами, а также выявлением подходов в принятии инвестиционных решений. Подчеркиваются упущенные возможности использования долгосрочных финансовых средств, генерируемых внутренним рынком, за счет инвестиций в коллективные инвестиции на рынках США и Европы.

Далее в работе изучена институциональная среда Армении. Подчеркивается влияние неформальных институтов, традиций и наследия советской эпохи на текущую экономическую практику. В исследовании подчеркивается постоянная неэффективность формальных институтов, которая часто заставляет экономических агентов прибегать к неформальным институтам, несущим в себе сравнительно низкие транзакционные издержки. Отмечено, что для повышения экономической эффективности необходимы институциональные реформы, направленные на снижение транзакционных издержек и преодоление таких проблем, как коррупция, уклонение от уплаты налогов и других барьеров, которые ограничивают экономический рост, приводя к безработице и оттоку человеческого капитала. Устранение этих системных «ловушек» требует преобразования институтов для создания более предсказуемой и благоприятной среды для бизнеса.

Согласно результатам анализа показателей, характеризующих иностранное инвестирование, Армения находится позади стран региона, что обусловлено рядом факторов, такими как, например, макроэкономическая стабильность, состоятельность институтов внутри страны и эффективность законодательства, уровень бюрократии и прозрачности регулирования предпринимательской деятельности. С 2010 года Азербайджан сумел накопить около 20 миллиардов долларов, а Грузия – более 10 миллиардов долларов ПИИ, что превышает общий объем накопленных Арменией ПИИ за все периоды в 4 и 2 раза, соответственно.³⁶

Несмотря на все существующие проблемы, в Армении функционирует большое количество IT-компаний, привлекающие многомиллионные инвестиции. Исходя из отчета «Armenia IT industry overview» от PwC за 2021 год, количество

³⁴ OECD, Annual Survey of Investment Regulation of Pension Providers 2023 // 2023. pp. 56-58, 154-156, 255-257.

³⁵ ЦБ РА, Основные показатели пенсионных фондов обязательного страхования // 2024, <https://www.cba.am/>

³⁶ UNCTAD, World Investment Report 2022: International tax reforms and sustainable investment // UNCTAD, 2022, pp. 216.

действующих организаций сферы информационных технологий достигло 912. Показатель годовой прибыли равен 391 млн. долларов при доле в 2.3% в ВВП.³⁷

На данный момент, на рынке Армении функционируют десятки компаний, достигших значительных результатов в этой сфере и занимающих одни из лидирующих позиций во всем мире. Примерами таких успешных армянских стартапов являются: «PicsArt», «Krisp», «Monitis», «Memoir Systems», «LiveLOOK», «Joomag», «ServiceTitan», «Teamable» и другие. Основателями всех таких стартапов являются армянские предприниматели, но регистрация бизнеса происходит в основном в США и странах Европы, несмотря на дальнейшее базирование компании или основных ее подразделений в Армении. Такое явление объясняется нехваткой внутренних объемов финансирования, а инвестиции венчурных фондов США и Европы являются недоступными по причине непривлекательности Армении в качестве направления венчурного инвестирования, объясняемой существующими проблемами, рассмотренными ранее.

Таким образом, становится ясно, что масштабы существующего финансирования не соответствуют спросу в стране. Об этом говорит статистика по сертифицированию высокотехнологичных стартапов Армении для получения налоговых льгот – большая часть всех стартап компаний, прошедших сертификацию, зарегистрированы не в Армении.

Исходя из рассмотренного, выделяются основные проблемы паевого финансирования в РА:

- Неэффективные институты развития (например, бюрократия, коррупция, нецелевое расходование бюджетных средств, и т.д.);
- Несовершенство нормативно-правовой базы (например, защита прав интеллектуальной собственности; упущенные возможности долгосрочных финансовых средств, генерируемых внутри страны, т.д.);
- Низкий уровень социального капитала (например, финансовая грамотность населения, культура корпоративного управления, и т.д.);
- Слабое развитие рынка капитала;
- Отсутствие механизмов коммерциализации технологий;
- Слабые механизмы государственной поддержки стартапов.

В первом параграфе третьей главы «Анализ устойчивости армянских компаний на основе Z-модели Альтмана и коэффициентов покрытия» изучаются две нефинансовые армянские компании, которые ведут свою деятельность в одной сфере и отличаются по показателям финансового левериджа, с целью оценки влияния паевого финансирования в структуре капитала на устойчивость предприятий и выявления роли развития паевых институтов на микроэкономическом уровне.

На основе анализа ежегодных финансовых отчетов предприятий «Telecom Armenia»³⁸ и «UCom Armenia»³⁹, результатов Z-модели Альтмана и коэффициентов

³⁷ PwC, Armenia IT industry overview // 2021. pp. 6-8,
https://www.pwc.com/am/en/assets/pdf/PwC_Armenia_IT_Industry_Overview.pdf

покрытия финансового леввериджа становятся очевидными различия в предпочтениях в формировании структуры капитала, а также подтверждается роль долевого финансирования и взаимосвязь между структурой капитала и показателями финансовой устойчивости.⁴⁰

Во втором параграфе третьей главы «Практические аспекты имплементации инструментов паевого инвестирования в Республике Армения» на основе аккумуляции всех изученных механизмов и опыта других стран и частных организаций произведена попытка составления дорожной карты внедрения институтов паевого финансирования, с учетом особенностей, которые характеризуют современное состояние Республики Армения.

Далее были изучены существующие проблемы экономики страны, представляющие из себя глобальные барьеры на пути развития не только долевого финансирования, но и рыночной экономики в целом. Решение этих проблем является фундаментальной предпосылкой в вопросе, являющемся основной темой работы.

Выделяется роль процесса коммерциализации технических достижений и инноваций для генерации проектов. В качестве прототипа, изучается модель университетских инкубаторов, подразумевающая взаимодействие государства, высших учебных заведений и бизнеса в одной плоскости. В то время как правительство остается арбитром договорных отношений, обеспечивающим стабильное взаимодействие всех участников, такой механизм позволяет перемещать часть бремени затрат на научные разработки с частных компаний на университеты, обладающие сравнительным преимуществом за счет постоянного притока человеческого капитала в лице студентов, чего не хватает научно-исследовательским подразделениям компаний и государственным лабораториям, которые часто стагнируют без такого движения кадров. Деятельность такой структуры была рассмотрена в работе на опыте Израиля, где можно наглядно наблюдать эффективность механизма трансфера знаний в реальный сектор экономики на основе использования паевой модели в качестве основного источника финансирования.

Также изучены текущая роль университетов Армении, активные программы по трансферу знаний и экосистема стартапов. Несмотря на споры ученых о необходимости активизации роли государства в этом процессе, в случае Армении, где

³⁸ TELECOM Armenia CJSC, International Financial Reporting Standards, Financial Statements and Independent Auditor's Report 2022 // https://www.telecomarmenia.am/file_manager/ipo-docs-faq/Telecom%20Armenia_FS_2022_final%20eng.pdf

³⁹ UCom CJSC, Consolidated Financial Statements for 2022 // https://www.ucom.am/file_manager/Reports/2024/Ucom_FS_2022_ENG.pdf

⁴⁰ Нерсесян В., Финансовая устойчивость и структура капитала: сравнительное исследование на примере армянских компаний // Журнал «Инновации и инвестиции», 2024, № 8, с. 463-435⁴⁰ TELECOM Armenia CJSC, International Financial Reporting Standards, Financial Statements and Independent Auditor's Report 2022 // https://www.telecomarmenia.am/file_manager/ipo-docs-faq/Telecom%20Armenia_FS_2022_final%20eng.pdf

⁴⁰ UCom CJSC, Consolidated Financial Statements for 2022 // https://www.ucom.am/file_manager/Reports/2024/Ucom_FS_2022_ENG.pdf

⁴⁰ Нерсесян В., Финансовая устойчивость и структура капитала: сравнительное исследование на примере армянских компаний // Журнал «Инновации и инвестиции». 2024. № 8. С. 463-435.

нет фундаментальных структур и предпринимательской культуры, государство должно взять на себя пруденциальную роль для достижения системности.

Приводится перечень конкретных функций, которые государство должно взять на себя в условиях страны, которая не переносит целые цепочки промышленного производства по примеру развитых стран, а фокусируется на конкретных высокотехнологичных отраслях экономики. Одними из основных функций государства в этом процессе являются: создание системы НИОКР, которые свободно перетекают в промышленность; локальное финансирование и минимизация рисков, связанных с выходом стартап-предпринимателей на рынок; создание связей локальных агентов с транснациональными компаниями и глобальными источниками финансирования. На примере опыта других стран в использовании похожих механизмов интеграции академических кругов в долевую экосистему наблюдается повышение финансовой грамотности молодого населения и внедрение культуры предпринимательства, облегчающие процессы для смежных факторов развития паевого инвестирования.

В работе уделяется внимание текущим государственным проектам по поддержке молодых инновационных предприятий, изучается их эффективность и приводятся рекомендации по их модернизации. Например, основными инструментами стимулирования высокотехнологичных компаний выступают налоговые льготы. Но исходя из природы молодых инновационных предприятий и опыта других стран, становится очевидным, что для структуры стартапов больше подходят государственные гранты и субсидии, так как налоговые льготы становятся эффективными, начиная с определенного уровня оборота для компаний-старожилов, достигших соответствующих уровней прибыли. Когда же компания находится на уровне идеи и не генерирует никакой прибыли, налоговые льготы остаются бесполезными. Также изучается эффективность государственных программ «NerUzh» и «IGORTS», действующих на основе грантового финансирования.

После создания экосистемы стартапов, где новые идеи и технологии свободно трансформируются и применяются в реальной экономике, а также проводится локальная финансовая поддержка процесса и минимизация рисков на основе грантов и субсидий, наступает фаза роста молодых компаний, означающая острую необходимость дальнейшего финансирования этих компаний для продолжения развития и НИОКР. Таким образом, переходя к третьей функции государства в этом процессе, появляется необходимость создания финансовых институтов, которые в долгосрочной перспективе будут действовать независимо от участия государства.

На основе изученного международного опыта и анализа деятельности по управлению государственным фондом «Yozma» и частной структурой фонда Кауфмана, в качестве модели рассматривается механизм фонда фондов. Механизм подразумевает создание структуры фонда фондов и вливание капитала государством в венчурные фонды через основную структуру. В основе этого процесса – софинансирование и приобретение части паев конечных инвестиционных фондов.

Такая структура способствует созданию рынка первоначальных инвестиций, а также привлекает иностранных партнеров, известных своим опытом, к сотрудничеству с отечественной платформой. Используя структуру фонда фондов, инициатива может быть направлена на стимулирование роста венчурной индустрии Армении, в частности, на развитие отечественных стартапов, появляющихся благодаря сотрудничеству с университетами. Такой механизм позволит создать фундамент для финансирования проектов и послужит передаче знаний в существующую систему, включающую институциональных инвесторов, инвестиционные компании и банки, и т.д. Схема работы такого механизма представлена на рисунке (Рисунок 1).



Рисунок 1. Механизм работы структуры фонда фондов

Источник: составлено автором

Вливание государственного капитала и создание такой структуры будет сигналом, демонстрирующим значительную приверженность катализации венчурной экосистемы и развитию всех сопутствующих институтов для глобальных игроков. Необходимый импульс всей системе может обеспечить генерация десятка венчурных компаний на национальном рынке. При условии задействования иностранных партнеров во взаимодействии с национальными партнерами для управления венчурными фондами, соблюдаются необходимые условия для передачи знаний и навыков. Помимо этого, симбиотические отношения между местными стартапами и опытными иностранными партнерами не только улучшают перспективы успеха, но и повышают устойчивость и адаптивность экосистемы при работе на глобальных рынках с инновационным вектором развития.

В качестве одного из обязательных условий такой модели предлагается рассмотреть план приватизации венчурных фондов для того, чтобы вся индустрия имела возможность развиваться без дальнейшего обязательного участия государства. Более того, условия выгодной приватизации доли государственного фонда фондов в венчурных компаниях будут служить одновременно залогом надежности и инвестиционной привлекательности этой инициативы, показывающие стремление государства к открытому партнерству и привлечению глобальных игроков.

На основе анализа результативности венчурных фондов в течение первых нескольких лет деятельности, и после процесса повышения квалификации действующих агентов на финансовом рынке, в работе изучаются методы подключения долгосрочных финансовых ресурсов, генерируемых внутри страны, к отечественному рынку капитала, стимулирующих дополнительные источники инвестиций.

Предлагается новый подход к нормативному регулированию деятельности пенсионных фондов, в основе которого лежит пересмотр норматива максимального объема инвестиций в венчурную индустрию и минимального норматива по инвестированию средств на отечественном рынке капитала, который ограничит утечку средств из экономической системы.

Изучается необходимость изменения регулирования процесса инвестирования для физических лиц, не являющихся профессиональными инвесторами, осуществляющих вложения в национальные компании на рынке, который будет претерпевать бум в условиях такой инициативы. Примером оптимальных изменений может стать отмена налога на прирост капитала либо на реализацию акций национальных компаний на рынке капитала. Такая программа, наряду с образовательными мерами, станет основой для создания еще одного источника финансовых вложений на национальном рынке капитала.

Переходя к части выводов и рекомендаций, следует отметить, что в диссертации проведено комплексное исследование долевого финансирования. Благодаря анализу исторических факторов, глобальных тенденций и международного опыта, исследование позволило выявить перспективы и потенциальные возможности механизмов долевого финансирования как на макро- так и на микроэкономическом уровнях.

Сравнительный анализ долевого и долгового финансирования позволил определить различные характеристики и применимость каждого метода. Выявляя преимущества и недостатки, присущие как долевого, так и долгового финансированию, данное исследование позволяет получить ценное представление о существующих провалах финансирования, которые возникают при отсутствии механизмов паевого финансирования, и их воздействии на финансовое состояние компаний.

Изучение опыта паевого финансирования на основе примеров разных стран и тенденций подчеркивает трансформационный потенциал финансовых инструментов в стимулировании экономического роста. Исследование зарубежного опыта внедрения институтов паевого финансирования служит подтверждением роли, которую такие механизмы могут играть в стимулировании экономического развития и обеспечении финансовой инклюзивности.

Изучение опыта Республики Армения позволило выявить как достижения, так и проблемы, в области долевого финансирования. Определяя концептуальные рамки внедрения механизмов долевого финансирования, данная работа предлагает

дорожную карту использования этих механизмов в качестве катализатора инновационного стратегического экономического развития.

Благодаря эмпирическим данным, теоретическим подходам и проведённому анализу, данное исследование делает попытку внести вклад в научный дискурс, посвященный финансовым механизмам и их влиянию на состояние национальной экономики. Выступая за внедрение паевых финансовых институтов, выделяется ряд более широких задач, направленных на содействие стратегическому инклюзивному развитию и росту в Республике Армения.

На основе вышеизложенного, можно сформулировать основные **рекомендации**, направленные на решение задачи целевой имплементации институтов паевого инвестирования в Республике Армения:

- Создание комплексного законодательства и схем стимулирования, направленных на поощрение научно-исследовательской деятельности в университетах с помощью грантовой модели. Это должно сочетаться с облегчением процессов беспрепятственного лицензирования технологий и надежными механизмами защиты интеллектуальной собственности для стимулирования инноваций и предпринимательства;

- Пересмотр существующих государственных программ содействия репатриации талантов и поддержки стартапов. Создание благоприятных условий для привлечения представителей диаспоры в ключевые государственные структуры, что может оказать колоссальный эффект на развитие человеческого капитала. Эта инициатива должна быть дополнена предоставлением конкурентоспособных компенсационных пакетов, направленных на привлечение и удержание высококлассных талантов в Армении;

- Развитие более тесного сотрудничества между государством, научными и промышленными кругами, и создание описанной структуры, в которой инновационные идеи могут быть инкубированы и коммерциализованы. Укрепление программ инкубаторов под руководством университетов является стратегической инициативой, позволяющей не только отсеивать инновационные разработки, но и облегчить финансовую нагрузку на зарождающиеся предприятия и представителей бизнеса, покрывая необходимые издержки для поддержания департаментов по НИОКР;

- Создание специальной структуры фонда фондов, стратегически ориентированной на вливание значительного капитала в размере 50-80 миллионов долларов. Эта инициатива призвана расширить возможности и поддержать траекторию роста 10 тщательно отобранных венчурных компаний. В идеале каждая фирма должна способствовать сотрудничеству между армянскими и международными партнерами, тем самым, обогащая экосистему разнообразным опытом и возможностями. Помимо этого, в структуру должны быть включены представители существующей финансовой системы, с целью осуществления трансфера знаний в области инвестирования и корпоративного управления от иностранных партнеров на национальный рынок;

- Создание условий постепенной приватизации фондов венчурного капитала для стимулирования органического роста отрасли и снижения зависимости от прямого государственного финансирования, с учетом выявленной тенденции увеличения продолжительности жизненного цикла венчурных фондов, рассмотренных во второй главе. Кроме того, особенно важна активизация рынка капитала путем использования результатов деятельности венчурных компаний и повышения компетенции действующих финансовых агентов;

- Внедрение долгосрочных финансовых фондов институциональных инвесторов в систему финансирования национальных компаний. Изменение существующего регулирования для имплементации минимального норматива инвестирования в компании и венчурные фонды на национальном рынке капитала с учетом средней продолжительности циклов фондов в 12-15 лет. Соблюдение процесса пруденциального надзора над инвестиционными решениями, включающего оценку PME, TVPI, итогового IRR, для адекватного отбора венчурных фондов для целевого инвестирования;

- Реализация комплексной государственной политики, направленной на повышение финансовой грамотности населения. Одновременно с этим разработка регулятивных корректировок, таких как отмена налога на реализацию акций национальных компаний на определенный промежуток времени на рынке капитала, для параллельного стимулирования интереса населения к сбережениям в долевых инструментах и способствованию роста рынка капитала;

- Повсеместная имплементация таких инновационных механизмов, как ИИ и алгоритмы машинного обучения, для оптимизации процессов, рассмотренных в предложенных механизмах.

Основные положения диссертационного исследования отражены в следующих опубликованных работах автора:

1. Нерсесян В.В., Восканян М.А., Карапетян А.А., Назарян С.А. «Инновации в финансовой системе: современные пути эволюции» // Вестник РАУ. 2023. № 3. С. 76-88.
2. Нерсесян В.В., Восканян М.А., Карапетян А.А., Назарян С.А. «Эволюция законодательного и налогово-бюджетного регулирования долевых видов финансирования США» // Вестник РАУ. 2023. № 4. С. 14-27.
3. Нерсесян В.В., Восканян М.А., Карапетян А.А., Назарян С.А. «Глобальный опыт развития институтов паевого инвестирования» // Банковское дело. 2024. № 5. С. 60-69.
4. Нерсесян В.В. «Инновации как фактор экономического роста: регрессионный анализ мировых экономик» // Регион и мир. 2024. № 4. С. 213-218.
5. Нерсесян В.В. «Финансовая устойчивость и структура капитала: сравнительное исследование на примере армянских компаний» // Инновации и инвестиции. 2024. № 8. С. 463-465.
6. Нерсесян В.В. «Оценка модели фонда фондов: анализ опыта фонда Кауфмана» // Регион и мир. 2024. № 5(54). С. 136-144.

ՆԵՐՍԵՍՅԱՆ ՎԼԱԴԻՄԵՐ ՎԱԼԵՐԻԻ

«ՊԱՅՄԱՆԱԳՐԱՅԻՆ ՆԵՐԴՐՈՒՄԱՅԻՆ ԻՆՍՏԻՏՈՒՏՆԵՐԻ ԿԱՅԱՑՄԱՆ ՀԻՄՆԱԽՆԴԻՐՆԵՐԸ ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՀԱՆՐԱՊԵՏՈՒԹՅՈՒՆՈՒՄ»

Ը.00.03. – «Ֆինանսներ, հաշվապահական հաշվառում» մասնագիտությամբ տնտեսագիտության թեկնածուի գիտական աստիճանի հայցման ատենախոսության

ԱՄՓՈՓԱԳԻՐ

Ժամանակակից գլոբալ տնտեսության պայմաններում փոքր և միջին ձեռնարկությունների (ՓՄՁ) զարգացմանը ավելի ու ավելի մեծ ուշադրություն է դարձվում, քանի որ այս կազմակերպությունները կարևոր դեր են խաղում տնտեսական աճի և մրցունակության ապահովման գործում: Տնտեսության ֆինանսական ռեսուրսների արդյունավետ կուտակումն ու բաշխումն ապահովելու համար անհրաժեշտ է լավ աշխատող ֆինանսական համակարգ: Այնուամենայնիվ, միայն ավանդական ֆինանսական հաստատություններով սահմանափակված դրամավարկային համակարգը ունի թերություններ, որոնք ՓՄՁ-ներին և տնտեսության առաջադիմական ոլորտներին կանգնեցնում են բավարար կապիտալի բացակայության խնդրի առջև:

Մասնավոր բիզնեսը ցանկացած շուկայական տնտեսության հիմքն է՝ որը կանխորոշում է դրա աճն ու զարգացումը: Հետևաբար, ամբողջ տնտեսական համակարգի զարգացումը սերտորեն կապված է ՓՄՁ-ների զարգացման հետ: Քանի որ ազգային տնտեսությունները ձգտում են ունենալ նորարարական աճ, նման ձեռնարկությունների ֆինանսական աջակցության կարևորությունն ավելի է ընդգծվում, ինչը բազմաթիվ կառավարություններին մղում է համապատասխանեցնել իրենց հարկաբյուջետային քաղաքականությունը ստեղծված իրողությանը:

Ընկերությունների՝ զարգացման վաղ փուլերում ֆինանսավորման խնդիրը արդի տնտեսության հիմնական խնդիրներից մեկն է: Ֆինանսական հաստատությունների մեծամասնության համար երիտասարդ ընկերությունների ներդրումային ծրագրերը անընդունելի են դիսկայնության տեսակետից: Արդյունքում, նրանք նախընտրում են ներդրումներ կատարել ավելի ուշ փուլերում գտնվող ընկերություններում, ինչը ստեղծում է ազատ ռեսուրսների անհամաչափ բաշխում ձեռնարկությունների զարգացման տարբեր փուլերում: Սա հաճախ հանգեցնում է ֆինանսավորման պակասի զարգացման վաղ փուլերում, և պետական աջակցության դրամաշնորհների բացակայության դեպքում դա կարող է խոչընդոտել նոր ընկերությունների ձևավորմանն ու զարգացմանը: Երիտասարդ ձեռնարկություններին բնորոշ հետազոտական գործունեության, ոչ նյութական ակտիվների, բացասական եկամուտների, անորոշ հեռանկարների և փորձի բացակայության համակցությունը բարձր

ռիսկայնության են հանգեցնում ավանդական ֆինանսական հաստատությունների և վարկային ֆինանսավորման համար, ինչն էլ պայմանագրային ներդրումային ինստիտուտները դարձնում է եզակի լուծում:

Հայաստանի ֆինանսական համակարգի ուսումնասիրությունը թույլ է տալիս եզրակացնել, որ կան մի շարք կարևոր համակարգային խնդիրներ, որոնք արտահայտվում են պարտքային ֆինանսավորման հաստատությունների ամբողջական գերիշխանությամբ և շուկայական ձախողումների պատճառ են դառնում: Այս համատեքստում անհրաժեշտ է մշակել նոր հայեցակարգեր և մեխանիզմներ, որոնք կուղղվեն ոչ միայն ընկերությունների ֆինանսավորման խնդրի լուծմանը, այլև երկարաժամկետ տնտեսական աճի և երկրի զարգացման պայմանների ապահովմանը:

Համապատասխան հայեցակարգային հիմքերի ձևավորումը և ժամանակակից գործնական մոտեցումների ներդրումը կանխորոշել են թեմայի ընտրությունը:

Ուսումնասիրության հիմնական հիպոթեզն այն է, որ ավանդական ֆինանսավորման մեթոդներից բացի, անհրաժեշտ է մշակել և ներդնել ընկերությունների ֆինանսավորման պայմանագրային մեթոդներ:

Ուսումնասիրության **օբյեկտն** է ներդրումային ֆոնդերի, պետական կարգավորող մեխանիզմների և շահառու ընկերությունների փոխգործակցության համակցությունը: Ուսումնասիրության **առարկան** են կոլեկտիվ ներդրումների գործիքները, դրանց խթանման և կարգավորման մեխանիզմները:

Ատենախոսության գիտական նորույթը. Ուսումնասիրության շրջանակներում ստացված գիտական նորույթ պարունակող արդյունքներից են՝

1. Փորձարկվել է Ալթմանի Z մոդելի և ծածկույթի գործակիցների հավաքածուի ամբողջությունը՝ կապիտալի կառուցվածքի ազդեցությունը ֆինանսական կայունության ցուցանիշների վրա գնահատելու նպատակով՝ հայաստանյան ընկերությունների օրինակով:
2. Մշակվել է Հայաստանի Հանրապետությունում պայմանագրային ֆինանսավորման ինստիտուտների փուլային ներդրման մոդել՝ իբրև տնտեսության ռազմավարական նորարարական զարգացման գործիք՝ հաշվի առնելով պատմական և աշխարհագրական առանձնահատկությունները:
3. Մշակվել է ռեգրեսիոն մոդել՝ Հայաստանի Հանրապետության տնտեսության վրա նորարարական զարգացման ազդեցությունը գնահատելու համար՝ հիմնվելով պայմանագրային ֆինանսավորման գործիքների, նորարարական զարգացման և տնտեսական աճի միջև կապի վրա:

VLADIMER VALERI NERSESYAN

**THE ISSUES OF THE MUTUAL INVESTMENT INSTITUTIONS FORMATION IN
THE REPUBLIC OF ARMENIA**

The abstract of the thesis for receiving the degree of Doctor of Economics in the specialty 08.00.03 – «Finance, Accounting».

The defense of the thesis will take place on April 15th, 2025, at 14⁰⁰ at 008 Council of Economics at Russian-Armenian University: 123 H. Emin str., Yerevan, 0051.

ABSTRACT

In modern global economy, increasing attention is paid to developing small and medium-sized enterprises (SMEs), as these organizations play a crucial role in economic growth and competitiveness. A well-functioning financial system is necessary for an economy's effective accumulation and distribution of financial resources. However, a monetary system with only traditional financial institutions has flaws that make SMEs and progressive areas of the economy face the problem of insufficient capital.

Private business is the foundation of any market economy, determining its growth and development. Therefore, the development of the entire economic system is closely linked to the development of SMEs. As the economy moves towards innovative growth, the importance of financial support for such enterprises becomes more and more evident, prompting many governments to adjust fiscal policy accordingly.

One of the main issues in the early stages of companies is the problem of financing. For the majority of financial institutions, investment projects in young companies are unacceptable in terms of risk. As a result, they prefer to invest in companies at later stages of development, which creates an uneven distribution of free resources at different stages of enterprise development. This often leads to a shortage of funds in the early stages of development, and if there are no government grants to support start-ups, this may become a barrier to the emergence and development of new companies in the economy. The combination of R&D, intangible assets, negative returns, uncertain prospects, and lack of proven track record that characterize young enterprises results in an unacceptably high level of risk for traditional financial institutions and debt financing, which makes mutual fund institutions a unique solution.

Having studied the financial system of Armenia, it can be concluded that there are a number of important systemic problems expressed in the complete dominance of debt

financing institutions and causing market failures. In this regard, it is necessary to develop new concepts and mechanisms, which will be designed not only to solve the issue of financing companies, but also to provide conditions for long-term economic growth and development of the country.

The formation of the necessary conceptual foundations and the introduction of modern practical approaches predetermined the choice of the theme.

The basic hypothesis of the study is that in addition to the traditional methods of financing, there is a need for the development and implementation of unit-linked ways of financing companies.

The object of the study is a set of investment funds, state regulatory mechanisms and recipient companies in interaction. **The subject of the study** is the instruments of collective investment, the mechanisms of their stimulation and regulation.

Among the results obtained within the framework of this study, containing **scientific novelty**, are the following:

1. The combination of Altman's Z-model and a set of coverage ratios to calculate the impact of capital structure on financial stability indicators in the example of Armenian companies is tested;
2. A model of the gradual introduction of contractual financing institutions in the Republic of Armenia as an instrument of strategic innovation development of the economy in the context of historical and geographical peculiarities was developed;
3. A regression model was developed to assess the impact of innovative development on the economy of the Republic of Armenia based on the relationship between equity financing instruments, innovative development, and economic growth.

