

## ФИНАНСЫ, ДЕНЕЖНОЕ ОБРАЩЕНИЕ И КРЕДИТ

УДК 336.012.23

**О.А. ЗОЛОТАРЕВА**, докт. экон. наук, доцент  
профессор кафедры банкинга и финансовых рынков,  
проректор по учебной работе  
Полесский государственный университет,  
г. Пинск, Республика Беларусь

*Статья поступила 11 октября 2021 г.*

### ФОРМИРОВАНИЕ ИНФРАСТРУКТУРЫ ДОВЕРИЯ НА ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ

*Цель* – определение индикаторов доверия на финансовом рынке, выявление инструментов повышения уровня доверия в экономике.

*Материалы и методы.* Информационной базой исследования являются данные опросов всемирного обзора ценностей (*World Values Survey*), статистика Всемирного банка, Национального банка Республики Беларусь. Применялись методы компаративного анализа, абстрактно-логический метод.

*Результаты.* Проведен компаративный анализ уровня доверия на финансовых рынках на основе исследования различных подходов к его измерению. Предложено создание макроинститута краудинвестингового типа, который позволит повысить уровень социального доверия на финансовом рынке Республики Беларусь.

*Заключение.* Создание макроинститута краудинвестингового типа в Республике Беларусь даст возможность безинфляционного роста экономики, будет создан финансовый рынок, возрастет способность людей к спонтанной социализации, что приведет к развитию не только малого и среднего бизнеса, но и крупных производств и новых технологий.

*Ключевые слова:* доверие на финансовом рынке, финансовая глубина, краудинвестинг, имплицитность инвестиций.

**ZOLOTAREVA O.A.**, Doctor of Econ. Sc., Associate Professor  
Professor of the Department of Banking and Financial Markets  
Polesky State University, Pinsk, Republic of Belarus

### FORMATION OF THE INFRASTRUCTURE OF TRUST IN THE FINANCIAL MARKET

*The goal* is to determine indicators of confidence in the financial market, to identify tools for increasing the level of confidence in the economy.

*Materials and methods.* The information base of the research is the data of the World Values Survey, statistics of the World Bank, National Bank of the Republic of Belarus. Methods of comparative analysis, abstract-logical method were used in research.

*Results.* In the article, based on the study of various approaches to measuring the level of trust in financial markets, a comparative analysis of the level of trust in the financial markets of different countries is carried out. The creation of a crowdinvesting macroinstitution is proposed, which will increase the level of social trust in the financial market of the Republic of Belarus.

*Conclusion.* The creation of a crowd-investing macroinstitution in the Republic of Belarus will provide an opportunity for inflation-free economic growth, a financial market will be created, the ability of peo-

*ple to spontaneously socialize will increase, which will lead to the development of not only small and medium-sized businesses, but also large-scale industries and new technologies.*

**Keywords:** *trust in the financial market, financial depth, crowdinvesting, implicit investment.*

**Введение.** О важности доверия и его роли в экономическом развитии стран сегодня говорят многие ученые: экономисты, политологи, социологи. Главной причиной кризиса, начало которого датируется 2008 годом, называли разрывы доверия. В исследовании ЕЦБ, посвященном роли центрального банка в преодолении кризиса, отмечалось, что «если не хватает взаимного доверия, то связь между ключевой ставкой и ставками денежного рынка может ослабевать и даже разрываться» [1].

Ф. Фукуяма, автор книги «Доверие: социальные добродетели и путь к процветанию», сравнивая преимущества той или иной страны, считал, что экономисты должны брать в расчет не только ее обычный капитал и ресурсы, но и ее социальный капитал, то есть уровень доверия. «Доверие, – писал Ф. Фукуяма, – это возникающее у членов общества ожидание того, что другие его члены будут вести себя более или менее предсказуемо, честно и с вниманием к нуждам окружающих, в согласии с некоторыми общими нормами» [2, с.52].

Выделяют индивидуальное и социальное доверие. Под индивидуальным (межличностным) доверием понимается доверие, направленное на лично знакомого, социально близкого партнера. Социальное (обобщенное, или обезличенное) доверие, в отличие от межличностного, возникает в отношении не лично знакомого партнера, а партнера вообще, каким бы социально далеким он не оказался. Никлас Луман называл эту форму доверия – доверием на макроуровне, обобщенной характеристикой более абстрактных анонимных отношений [3]. Именно эта форма доверия представляет наибольшую ценность в деле созидания совокупного богатства и входит в структуру социального капитала страны. Впервые в структуру социального капитала социальное доверие включил американский политолог Р. Патнэм наряду с социальными нормами и социальными связями. Ф. Фукуяма называл социальный капитал материализованным доверием. Термин, который Ф. Фукуяма широко использовал в своей

книге, «спонтанная социализированность», то есть способность создавать новые объединения и новые рамки взаимодействия. Э.Дюркгейм еще в 19 веке назвал это явление «органической солидарностью».

Предрасположенность людей к спонтанной социализированности, считал, Ф. Фукуяма, имеет решающее значение для созидания богатства, потому что все виды хозяйственной деятельности подразумевают коллективное участие людей.

Социальный капитал, писал Ф. Фукуяма, не распределен между странами поровну. В некоторых обществах, так называемых «холодных» обществах, склонность к спонтанной социализированности явно выше, чем в других. Здесь люди сумели договориться о правилах взаимодействия между собой и не особо нуждаются в дополнительном налаживании личных отношений для разрешения стандартных ситуаций. К странам с высокой предрасположенностью населения к спонтанной социализированности Ф. Фукуяма относит Германию, США, Японию. В таких странах издержки производства будут меньше. Здесь крупные производства возникли без поддержки государства. Более того, отсутствие сильного государства, считает автор, не препятствует возникновению сильного общества. Именно поэтому в США возникли крупные корпорации в конце 19-начале 20 века, а в Японии – сетевые организации в 20 веке.

В «теплых» обществах, к которым Ф. Фукуяма относит КНР, Тайвань, некоторые районы Италии, ряд стран Латинской Америки, люди не смогли принять общие правила и нормы. Это приводит к вынужденному дополнительному налаживанию личных взаимоотношений (в том числе коррупционного характера), которое чревато сложной судебной системой, мощной контролирующей бюрократией. В этих обществах ощущается недостаток в добровольных объединениях, заполняющих нишу между семьей и крупными централизованными организациями, такими как церковь или государство. Схема связей в таких обществах, пишет Ф. Фукуяма, похожа

на седло: «крепкие семьи, сильное государство и практически полное отсутствие промежуточных объединений». Добровольные ассоциации слабы, и государственное вмешательство есть нередко единственный путь создания в стране крупных производств. В таких обществах возникают серьезные операционные издержки, по сути, возникает дополнительный налог на экономическую деятельность.

Таким образом, индивидуальное и обобщенное доверие не всегда находятся в прямой корреляции. Так, в странах с сильными фамилистическими установками высок уровень индивидуального доверия внутри отдельных групп (семей, родов, кланов), но уровень социального (обобщенного) доверия может быть очень низким.

**Основная часть.** Уровень социального (обобщенного) доверия очень трудно измерить, поскольку в его основе лежат не подлежащие метрической оценке культурные (этические, моральные) особенности того или иного общества. Тем не менее, попытки количественного измерения доверия предпринимаются.

Можно выделить три подхода к его измерению:

- опросные оценки;
- экспериментальные оценки;
- косвенные оценки (статистически наблюдаемые прокси-переменные).

*Опросные оценки.* Наибольшей известностью пользуются оценки на основе опросов, предпринимаемых в рамках всемирного научно-исследовательского проекта World Values Survey (Всемирного обзора ценностей), основанного Рональдом Инглхартм<sup>1</sup>.

Наиболее часто используемый вопрос, который использует Всемирный обзор для оценки уровня обезличенного доверия:

*Если говорить в целом, Вы считаете, что большинству людей можно доверять или нужно быть очень осторожными в отношениях с людьми?* (Таблица 1).

Только в двух из представленных стран – Норвегии и Китае – индекс доверия оказался выше 100, то есть в этих странах доля доверяющих больше, доли не доверяющих.

*Следующий вопрос о том, насколько Вы доверяете тем или иным людям. По каждой группе, которую я буду называть, скажите, Вы полностью доверяете, в некоторой степени доверяете, не очень доверяете или совсем не доверяете этим людям?* (Таблица 2).

Об уровне обезличенного доверия можно судить по результатам ответов на вопросы о доверии к людям, с которыми встретились впервые, людям другой религии, людям другой национальности. На основе расчета индекса доверия можно сделать вывод о высоком уровне обезличенного доверия в Норвегии, США, Германии. В постсоветских странах индекс доверия, рассчитанный на основе ответов на эти вопросы, ниже 100. Наиболее низкий индекс доверия оказался в КНР. В целом можно констатировать, что результаты опросов подтверждают те выводы, к которым пришел Ф. Фукуяма в своей книге<sup>2</sup>.

Всемирный обзор ценностей проводит также опросную оценку доверия к различным институтам. В частности, о доверии на финансовом рынке можно судить по доверию к банкам (Таблица 3).

<sup>1</sup> Всемирный обзор ценностей – всемирный научно-исследовательский проект, который исследует ценности и убеждения людей, как они меняются с течением времени и какое социальное и политическое влияние они оказывают. Проект осуществляется с помощью всемирной сети социологов, которые, начиная с 1981 года, провели репрезентативные национальные опросы почти в 100 странах.

<https://www.worldvaluessurvey.org/WVSONline.jsp>

<sup>2</sup> Ф. Фукуяма относил также Японию к странам с высоким уровнем обобщенного доверия. Тем не менее, индекс доверия по ответам на вопросы, отражающие уровень обобщенного доверия в Японии, оказался ниже 100. Вместе с тем, из таблиц видно, что при ответах на вопросы о доверии людям другой религии и другой национальности именно в этой стране наибольший удельный вес приходится на ответ «не знаю». Значительный удельный вес ответов «не знаю» получен и при ответе на вопрос о доверии к незнакомым людям. Поэтому результаты ответов респондентов из этой страны требуют отдельной интерпретации.

Таблица 1. – Результаты ответов на вопрос о доверии большинству людей

Варианты ответов	РБ	РФ	Украина	Германия	США	Япония	Норвегия	КНР
Доверять	40	22,9	27	44,6	37	33,7	72,1	63,5
Нужно быть осторожными	54,8	74,4	68,7	52,4	62,5	61	26,9	35,7
Не ответили	4,4	2,6	3,8	2	0,4	4,3	0,9	-
Не знаю	0,7	-	0,5	1	-	1	0,1	0,8
TI (индекс доверия) <sup>3</sup>	85,2	48,5	58,3	92,2	74,5	72,7	145,2	127,8

Примечание – Источник: World Values Survey [5]

Таблица 2. – Результаты ответов на вопрос о доверии отдельным группам людей

Варианты ответов	РБ	РФ	Украина	Германия	США	Япония	Норвегия	КНР
1	2	3	4	5	6	7	8	9
Семье								
Полностью	86	85,9	84,4	84,7	59,3	70,3	91,4	85
В некоторой степени	12,5	11,4	12,1	13,2	34,9	27,1	7,5	14,1
Не очень	0,6	1,5	1,1	1,3	4,6	1	0,9	0,5
Не доверяю	0,1	0,4	0,8	0,3	1	0,2	0,1	0,1
Не знаю	0,4	0,5	0,6	0,1	-	0,4	0,1	-
Не ответили	0,4	0,1	1,1	0,3	0,2	1	-	0,3
TI <sup>4</sup>	191,9	190,495	189,1	190,4	173,5	183,15	194,6	191,7
Людам, с которыми знакомы								
Полностью	22,4	22,6	18	26,5	30,1	12,6	64,1	13,9
В некоторой степени	61,4	55,1	61,9	66,7	59,5	71,1	33,7	74
Не очень	13,1	17,1	13,7	5,4	8,2	11,6	1,8	11,3
Не доверяю	1,7	4,2	3,5	0,3	1,5	1,5	0,3	0,4
Не знаю	1,2	1,1	1,7	0,8	-	2	0,1	-
Не ответили	0,3	-	1,2	0,4	0,7	1,3	0,1	0,3
TI	144,9	137,4	138,6	156,9	154,3	140,9	179,8	144,9
Людам, с которыми встретились впервые								
Полностью	1,6	2,5	1,1	0,8	1,1	0,1	6,1	0,9
В некоторой степени	18,5	19,6	18,6	29,8	38,3	10,3	61,6	12,5
Не очень	55,9	43,9	53,7	48,3	42,2	49,0	24,5	67
Не доверяю	20,8	31,7	21,2	16,5	17,7	21,4	7,2	19,2
Не знаю	2,9	2,3	2,9	3,9	-	17,7	0,6	-
Не ответили	0,4	-	2,6	0,7	0,6	1,5	-	0,3
TI	62,1	58,7	62,4	75,1	81,5	59,4	117,5	54,5

<sup>3</sup> TI (индекс доверия) рассчитан как разница процентной доли «доверяющих» и доли «не доверяющих», плюс 100, чтобы не допустить отрицательных значений. Индекс может быть довольно информативным в динамике и в компаративном анализе.

<sup>4</sup> TI (индекс доверия) рассчитан по формуле как суммы процентной доли «полностью доверяющих» T и половины «не вполне доверяющих»  $\frac{T}{2}$ , минус доля «не доверяющих» NT и плюс 100:

$$TI = T + \frac{T}{2} - NT + 100$$

Окончание таблицы 2

1	2	3	4	5	6	7	8	9
Людям другой религии								
Полностью	4,4	4,7	4,9	4,4	8,1	0,2	14,4	0,6
В некоторой степени	34,1	31,3	29,1	49,3	66,1	12,9	67,9	19,3
Не очень	38	34,1	40,4	26,4	20,4	31,4	13,1	55,5
Не доверяю	10,2	20,3	13,5	5,5	4,4	16,5	3,1	23,3
Не знаю	12,4	9,1	9,8	11	0,1	37,9	1,4	0,2
Не ответили	0,9	0,5	2,4	3,4	0,9	1	0,1	0,9
TI	92,3	83,0	85,8	110,4	126,6	74,5	138,7	59,2
Людям другой национальности								
Полностью	4,9	5,6	2,6	4,9	8,1	0,2	16,4	0,6
В некоторой степени	33,7	31,6	38	50,2	65,1	15,7	67,7	16,1
Не очень	38,7	34,2	31,6	26,8	21,0	34,7	12,6	56,2
Не доверяю	10,1	20	15,4	5	4,6	9,9	1,8	26
Не знаю	11,5	8,2	9,8	10	0,1	38,1	1,4	0,2
Не ответили	1	0,4	2,5	3,1	1,1	1	0,1	0,9
TI	92,3	84,3	90,4	111,6	125,6	80,8	142,2	54,6

Примечание – Источник: World Values Survey [5]

Таблица 3. – Результаты ответов на вопрос о доверии банкам<sup>5</sup>

Варианты ответов	Беларусь	РФ	Германия	США	Япония	КНР
Полностью	11,3	7	3,1	4,9	7,4	25,8
В некоторой степени	39,7	35	27,1	39,2	58,3	64,5
Не очень	34,3	31,4	49	42,6	23,4	8,8
Не доверяю	13,6	20,5	19	12,1	3,5	0,6
Не знаю	1	5,8	1,6	-	6,8	0,1
Не ответили		0,3	0,1	1,2	0,5	0,2
TI	100,4	88,3	73,2	91,1	121,4	153,1

Примечание – Источник: World Values Survey [5]

Результаты опросов показывают высокий уровень доверия банкам в Беларуси, Японии и КНР.

Как видно из представленных таблиц результаты опросов дают достаточно противоречивую картину в отношении оценки уровня социального доверия в Беларуси.

*Достоинства опросного метода:* опросники короткие и просты для понимания респондентов. *Недостатками* опросных методов являются методологические проблемы: адекватность выборки или склонность интервьюируемых давать ответы, которые, предположительно, от них ожидают. К тому же исследователь вынужден полностью полагаться на респондента и не может контролировать то, как опрошенные понимают доверие и оценивают вопросы. Вопросы носят слишком общий характер и не дают возможность уловить сложную структуру отношения индивидов к различным явлениям, людям, социальным группам или организациям. Результаты опросов требуют очень осторожной интерпретации с учетом культурных особенностей интервьюируемых.

<sup>5</sup> В таблице представлены результаты опросов в рамках шестой волны (2010-2014 годы).

*Экспериментальные оценки.*

Примером эксперимента по оценке уровня доверия в обществе можно считать эксперимент, проведенный издательством «Reader's Digest», показывающий в какой стране чаще возвращают потерянные кошельки с деньгами, а также популярный экономический эксперимент «игра в ультиматум».

В целом нужно сказать, экспериментальная экономика еще недостаточно развитая сфера науки, хотя в 2002 году Нобелевская премия в области экономики была присуждена Вернону Смиуту за исследование альтернативных рыночных механизмов методами эксперимента. Тем не менее, в макроэкономике эксперимент провести очень сложно, поскольку он имеет серьезные социальные последствия, к тому же очень сложно учесть все факторы, которые влияют на объект исследования.

Наиболее показательны в оценке уровня доверия на финансовых рынках *косвенные оценки (статистически наблюдаемые прокси-переменные)*.

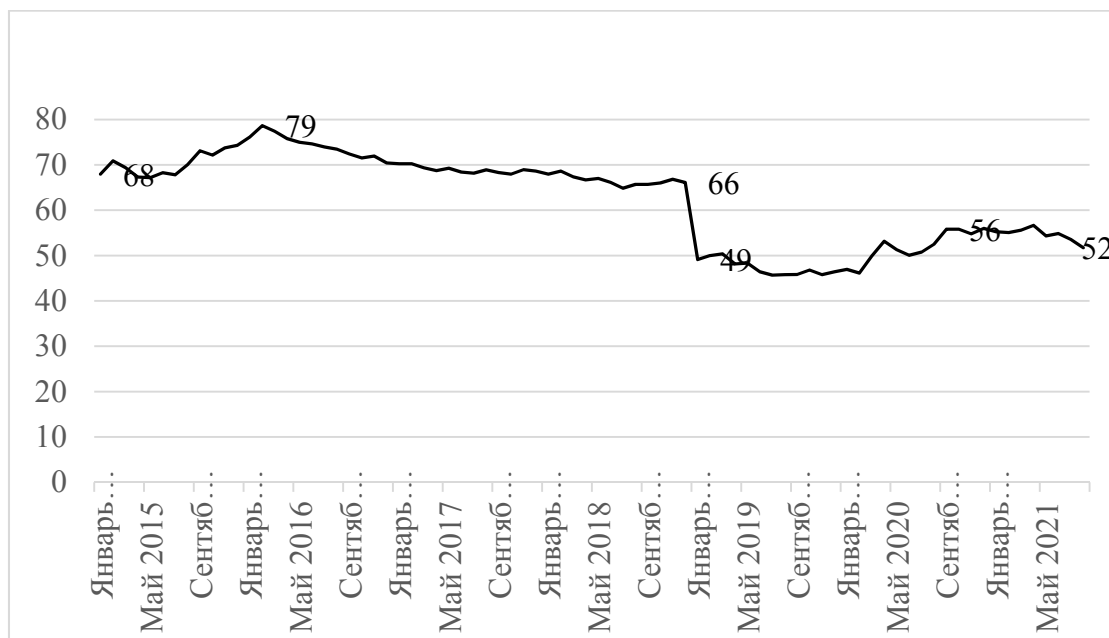
Прокси-переменные – это переменные, которые сами по себе не имеют прямого отношения, но служат вместо ненаблюдаемой или неизмеримой переменной.

Для оценки уровня доверия на финансовом рынке, в частности, уровня доверия к национальной валюте применяют показатель *уровня долларизации по депозитам*. В Беларуси уровень долларизации депозитов физических лиц составляет 62%. Для сравнения в Молдове 44%, в Украине – 42%, Казахстане – 38%, в России – 22%.

На рисунке показана доля депозитов в иностранной валюте по всем вкладам юридических и физических лиц в динамике.

Несмотря на то, что уровень валютизации депозитов несколько снизился в 2021 году, тем не менее, доля вкладов в иностранной валюте по состоянию на 01.10.2021 составляет 52%.

*Уровень процентной ставки*, как меры нежелания расставаться с ликвидностью, может являться аппроксиматором уровня доверия на финансовых рынках. Уровень процентных ставок у нас значительно выше, чем в развитых странах. Ставка рефинансирования в настоящее время составляет 9,25%, в то время как ставка ЕЦБ находится на нулевом уровне, учетная ставка ФРС – в диапазоне от 0 до 0,25%.



**Рисунок – Динамика доли депозитов в иностранной валюте по вкладам юридических и физических лиц, %.**

Примечание – Источник: Национальный банк Республики Беларусь [6]

Прокси-переменными уровня доверия на финансовом рынке могут служить *индикаторы финансовой глубины экономики*, основными из которых являются величина внутренних кредитов, предоставленных частному сектору к ВВП, %; рыночная капитализация листингуемых компаний к ВВП, %; уровень монетизации экономики (широкая денежная масса к ВВП, %). В таблице 4 представлены значения этих показателей. Из таблицы видно, что значения индикаторов финансовой глубины, рассчитанных по Беларуси, существенно ниже не только среднемировых значений, но и уровня Российской Федерации.

Все эти показатели, так или иначе, выражают степень вертикального и горизонтального доверия в обществе. Так, например, показатель внутренних кредитов частному сектору (Domestic credit to private sector (% of GDP)) отражает доверие к частному сектору страны. В нашей стране уровень доверия частному сектору очень низок. Это приводит к довольно значительным масштабам тезаврации иностранной валюты в стране, что представляет собой особую форму оттока

капитала. Кроме того, низкое значение данного индикатора приводит к высоким процентным ставкам по кредитам.

Показатель рыночной капитализации листингуемых компаний (Market capitalization of listed domestic companies (% of GDP)) отражает степень синергетичности в стране. В постсоветском пространстве этот показатель мал по разным причинам. В Беларуси, такое положение вещей – результат убежденности экономического истеблишмента в том, что общество еще не созрело до того, что принять нормально работающий фондовый рынок (свидетельство недостаточного уровня вертикального доверия).

Показатель отношения активов пенсионных фондов к ВВП (Pension fund assets to GDP (%)) отражает уровень доверия населения, особенно старшего поколения к общественным институтам и степень прозрачности экономического будущего. Если будущее неопределенно, общество будет воздерживаться от долговременных инвестиций куда бы то ни было.

Таблица 4. – Индикаторы финансовой глубины

Индикаторы	Мир	РБ	РФ	Украина
Domestic credit to private sector (% of GDP)	146,7	33,1	60	30
Deposit money banks' assets to GDP (%)	55,1	45,9	58,1	46,4
Deposit money bank assets to deposit money bank assets and central bank assets (%)	96,2	98,8	99,2	75,6
Private credit by deposit money banks to GDP (%)	44,5	20,9	54,5	56,9
Market capitalization of listed domestic companies (% of GDP)	134,7	-	46,8	3,4
Broad money (% of GDP)	133,2	34,6	70,4	44,1
Stocks traded, total value (% of GDP)	84,2	-	18,6	-
Nonbank financial institutions' assets to GDP (%)	18,6	7,92	27,6	7,5
Pension fund assets to GDP (%)	10,5	-	4,22	0,1
Mutual fund assets to GDP (%)	15,3	-	2,6	
Insurance company assets to GDP (%)	6,8	1,3	2,2	4,4
Life insurance premium volume to GDP (%)	0,9	0,1	0,3	0,1
Non-Life insurance premium volume to GDP (%)	1,2	0,8	0,8	1,3
Liquid liabilities to GDP (%)	56,1	31,2	52,4	27,2
Outstanding domestic private debt securities to GDP (%)	26,9	-	11,9	-
Outstanding domestic public debt securities to GDP (%)	28,7	-	8,1	-
Outstanding international private debt securities to GDP (%)	10,8	-	14,5	7,7
Outstanding international public debt securities to GDP (%)	6,5	1,6	2,5	2,8

Примечание – Источник: данные Всемирного банка [7]

Основным преимуществом финансовой глубины является возможность для стран с высоким ее уровнем осуществлять стимулирующую денежно-кредитную политику, поскольку развитый финансовый рынок способен поглощать избыточную ликвидность без значительного роста инфляции.

На постсоветском пространстве при низких значениях уровня монетизации ((broad money (% of GDP))<sup>6</sup>), мы наблюдаем постоянные всплески инфляции. В то время как в западных странах при высоких показателях монетизации уровень инфляции низкий, и основной опасностью для денежно-кредитных властей является дефляция. На пике количественных смягчений в экономику США ежемесячно вливалось 85 млрд долл., но инфляция оставалась низкой. Причину этого парадокса можно найти в классической формуле Фишера:

$$M \times V = P \times Q \quad (1)$$

M - масса денег в обращении;

V – средняя скорость обращения денег;

P – средний уровень цен на экономические блага;

Q – количество экономических благ, представленных на рынке.

Количество денег в обращении прямо пропорционально не величине ВВП, а количеству обращаемых на рынке благ, каковыми могут быть не только потребительские товары и услуги и инвестиционные блага, но и финансовые активы (акции и облигации). Развитые страны имеют высокоразвитый фондовый рынок: так, в США ВВП – 23 трлн долл., M<sub>2</sub> – 21 трлн долл. и 200 трлн долл. – величина совокупных активов экономических субъектов. Возможно, уровень монетизации экономики, измеряемой, как отношение денежной массы не к ВВП, а к величине экономических активов, на уровне 10-12% является эмпирически полученной нормой.

Для формирования доверия необходимо придание финансовым инструментам свойства имплицитности, когда решение экономических субъектов осуществить инвестиции в данный конкретный момент не осознается,

однако при создании определенных условий это решение эксплицируется (осознается). Свойством имплицитности обладают разного рода краудфинансовые инструменты: когда решение об инвестировании средств во многом определяется импликацией «если ..., то ...»: если объект инвестиций будет привлекательным для других, то возможно он станет привлекательным и для меня. И чем больше экономических субъектов вложатся в тот или иной объект, тем легче будет принять решение. Для этого важно, чтобы процесс накопления средств для предстоящих инвестиций был прозрачным, когда видно, сколько вложено средств и сколько еще не достаёт для полного покрытия объекта инвестирования. Важна также возможность полного возврата средств при нереализации проекта.

Но создание отдельных краудинвестиционных платформ не способно само по себе сформировать высокий уровень социального (обобщенного) доверия в стране. Для его формирования необходим макроинститут краудинвестиционного типа, который бы позволил осуществлять инвестиции в новые проекты или приватизацию уже существующих предприятий на принципах краудинвестинга.

Вдохновляющим примером создания подобного макроинститута может служить приватизация, проведенная в далеких уже 90-х годах в Чехословакии. В Чехословакии доля государственной собственности накануне приватизации была одной из самых высоких среди восточноевропейских стран – 97% в промышленности. Тем не менее, это была одна из самых быстрых приватизаций. Тогда, когда не было еще интернета, была организована отличная информационная поддержка: во всех городах, численностью свыше 3 тыс. человек, на базе почтовых отделений были созданы информационные центры.

Временным держателем акций предприятий становился Фонд национального имущества – государственный орган со статусом юридического лица. Он должен был удерживать акции до тех пор, пока все они не будут распроданы и обладал правом покупки и продажи акций. В случае отсутствия спроса на акции какого-либо предприятия, подлежащего продаже, Фонд временно переводил акции на себя.

<sup>6</sup> Коэффициент монетизации по M<sub>2</sub> в национальном измерении в Беларуси находится на уровне 12%.



Большой интерес представляет также механизм приобретения акций в форме имитированных государством аукционов. Проводилось пять раундов приватизации, каждый из которых, в свою очередь, делился на пять этапов. На первом этапе держатели купонов изучали и сопоставляли цены различных акций. Цены устанавливались в инвестиционных баллах. Затем держатели купонов размещали заказы на те акции, которые они хотели бы приобрести. Далее эти заказы обрабатывались в централизованном порядке. На последнем этапе объявлялись результаты данного раунда приватизации. Заказы на акции, размещавшиеся держателями купонов, далеко не всегда могли быть выполнены. Эти заказы выполнялись, когда общий спрос на заказанные акции был равен или ниже предложения. Если спрос превышал предложение не более чем на 25%, то в этом случае федеральный министр финансов для достижения сбалансированности спроса и предложения мог уменьшить спрос со стороны ИПФ максимум на 20%. Если же спрос на акции превышал предложение более чем на 25%, то в этом случае заказ не выполнялся, инвестиционные баллы возвращались владельцам и могли быть использованы в последующих раундах для заказов акций любых компаний [8, 21].

Первоначальная стоимость предприятия и стоимость акций устанавливалась в баллах и основывалась на балансовой оценке (хотя могла отличаться от нее) во время первого тура, а во втором и последующем турах учитывались результаты предыдущего тура исходя из количества поданных заявок.

Купоны носили именной характер и обладали свойством делимости. Для потенциальных акционеров существовало ничем не ограниченное право выбора предприятия.

Альтернативность планов приватизации: любое физическое или юридическое лицо могло представить альтернативный проект, который рассматривался на равной основе. Проводились конкурсы приватизационных планов с принятием окончательного решения государственной комиссией.

При всех ошибках, которые были сделаны в ходе этой приватизации, когда вовремя не была урегулирована деятельность инвестиционных фондов, в целом можно сказать, что приватизация в стране состоялась. В настоя-

щее время Чехия входит в пятерку самых динамично развивающихся стран Европы. Согласно обновленным данным Чешского статистического управления (ČSÚ), чешская экономика выросла на 8,1% за январь-сентябрь 2021 года по сравнению с тем же периодом прошлого года<sup>7</sup>.

Можно констатировать, что приватизация в Чехословакии носила во многом краудинвестинговый характер. Фонд национального имущества, по сути, играл роль краудинвестинговой платформы.

Функционирование централизованной краудинвестинговой платформы в Беларуси в самых общих чертах видится следующим образом: напротив каждого размещенного на платформе приватизационного объекта, оценочная стоимость которого должна быть заранее определена (или инвестиционного проекта), можно будет поместить свой инвестиционный депозит. В случае если объект набирает необходимую сумму денег, он приватизируется. Происходит покупка акций вкладчиками по окончании накопительного этапа пропорционально доле инвестиционного вклада потенциального инвестора. Если объект не набирает нужную сумму, депозиты возвращаются владельцу. Размещение средств на платформе должно быть прозрачным, чтобы была видна динамика накопления средств под конкретный объект. Хорошо также, чтобы была информация не о личных данных, а о типе инвестора (физическое, юридическое лицо, органы государственной власти). В этом случае и кредитным организациям будет легче принять решения о кредитовании на ту сумму, которой недостает для реализации проекта. Также как и у чешского Фонда национального имущества, у централизованной краудинвестинговой платформы должно быть право покупки и продажи акций приватизируемых предприятий. Должна быть дана возможность перемещения депозитов между различными объектами до какого-то определенного момента. Это придаст денежным средствам свойство ликвидности.

**Заключение.** Создание макроинститута краудинвестингового типа в Беларуси потре-

7

<https://aroundprague.cz/news/ekonomika/ekonomicheskaya-aktivnost-v-chexii-pochti-dostigla-urovnyado-nachala-pandemii>

бует воли государства. Но, если он будет создан, это даст возможность безинфляционного роста экономики, будет создан финансовый рынок, возрастет способность людей к спонтанной социализации, что приведет к развитию не только малого и среднего бизнеса, но и крупных производств, развитию технологий, возрастет интерес к образованию, в том числе к финансовому и экономическому. Социальный капитал получит свое зримое выражение в финансовой сфере.

#### Список литературы

1. The ECB'S response to the financial crisis / ECB Monthly Bulletin October, 2010. – p. 59-74 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [http://www.ecb.int/pub/pdf/other/art1\\_mb201010en\\_pp59-74en.pdf](http://www.ecb.int/pub/pdf/other/art1_mb201010en_pp59-74en.pdf)
2. Фукуяма, Ф. Доверие: социальные добродетели и путь к процветанию ; пер. с англ. / Ф. Фукуяма. – М.: ООО «Издательство АСТ»: ЗАО НПП «Ермак», 2004. – 730 с. – (Philosophy).
3. Luhmann, N. Trust and Power / N. Luhmann. – Chichester: John Wiley and Sons Inc., 1979, 208 p. (Перевод работы: Luhmann N. Vertrauen – ein Mechanismus der Reduktion sozialer Komplexität. Enke, Stuttgart 1968).
4. Дюркгейм, Э. О разделении общественного труда / Э. Дюркгейм ; пер. с фр. А.Б. Гофмана, прим. В.В. Сапова. – М.: Канон, 1996. – 432 с. – (История социологии в памятниках).
5. Online Data Analysis // World Values Survey. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.worldvaluessurvey.org/WVSONline.jsp>
6. Средняя широкая денежная масса. Денежно-кредитная статистика. Статистика. Национальный банк Республики Беларусь [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.nbrb.by/statistics/monetarystat/vgbroadmoney>.
7. Indicators. The World Bank [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://data.worldbank.org/indicator>
8. Ермакович, В. Модели массовой приватизации / В. Ермакович. – Варшава: Центр социально-экономических исследований, 1997 – 34 с.

#### References

1. *The ECB'S response to the financial crisis.* ECB Monthly Bulletin October, 2010, p. 59-74 Available at: [http://www.ecb.int/pub/pdf/other/art1\\_mb201010en\\_pp59-74en.pdf](http://www.ecb.int/pub/pdf/other/art1_mb201010en_pp59-74en.pdf)
2. Fukuyama F. *Doveriye: sotsialnyye dobrodeteli i put k protsvetaniyu* [Trust: social virtues and the path to prosperity]. M.: ООО «Publisher АСТ»: ЗАО NPP «Ermak». 2004, 730 p. (In Russian)
3. Luhmann N. *Trust and Power.* Chichester: John Wiley and Sons Inc., 1979, 208 p. Luhmann N. *Vertrauen – ein Mechanismus der Reduktion sozialer Komplexität.* Enke, Stuttgart 1968.
4. Dyurkgeym E. *O razdelenii obshchestvennogo truda* [On the division of social labor]. M.: Kanon. 1996, 432 p.
5. *Online Data Analysis.* World Values Survey Available at: <https://www.worldvaluessurvey.org/WVSONline.jsp>.
6. *Srednyaya shirokaya denezhnaya massa. Denezhno-kreditnaya statistika. Statistika. Natsionalnyy bank Respubliki Belarus* [Average broad money supply. Monetary statistics. Statistics. National Bank of the Republic of Belarus]. (In Russian). Available at: <https://www.nbrb.by/statistics/monetarystat/vgbroadmoney>.
7. Indicators. The World Bank Available at: <https://data.worldbank.org/indicator>.
8. Ermakovich V. *Modeli massovoj privatizacii* [Mass privatization models]. Varshava: Centr social'no-ekonomicheskikh issledovaniy, 1997 34 p.

Received 11 October 2021